全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets



泡沫·膨胀·破裂

——美国股票市场

[澳] 戴维·L. 韦斯顿 (David L.Western) 著

上海财经大学出版社 Routledge Taylor & Francis Group

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


汇添富基金·世界资本经典译丛

泡沫·膨胀·破裂

——美国股票市场

[澳] 戴维·L. 韦斯顿 (David L. Western) 著

张德远 主译


上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

泡沫·膨胀·破裂:美国股票市场/(澳)韦斯顿(Western,D.L.)著;张德远主译.—上海:上海财经大学出版社,2009.8
(世界资本经典译丛)
书名原文:Booms,Bubbles and Busts in US Stock Markets
ISBN 978-7-5642-0544-7/F·0544

Ⅰ.泡… Ⅱ.①韦… ②张… Ⅲ.股票-资本市场-研究-美国
Ⅳ.F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 108343 号

□ 责任编辑 温 涌
□ 封面设计 张克瑶
□ 版式设计 孙国义

PAOMO PENGZHANG POLIE
泡沫·膨胀·破裂
——美国股票市场

[澳] 戴维·L.韦斯顿 (David L. Western) 著

张德远 主译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster@sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂印刷
上海远大印务发展有限公司装订
2009 年 8 月第 1 版 2009 年 8 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 16.5 印张(插页:2) 304 千字
印数:0 001—4 000 定价:39.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字:09—2009—093 号

Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets/
by David L. Western/ISBN 0—415—36969—X

Copyright © 2004 David L. Western

Authorized translation from English language edition published by Routledge, part of Taylor & Francis Group LLC; All rights reserved; 本书原版由 Taylor & Francis 出版集团旗下，Routledge 出版公司出版，并经其授权翻译出版。版权所有,侵权必究。

Copies of this book sold without a Taylor & Francis sticker on the cover are unauthorized and illegal. 本书封面贴有 Taylor & Francis 公司防伪标签,无标签者不得销售。

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2009.

2009 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有　翻版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛
编辑委员会

编委会主任	从树海
编委会执行主任	张　晖　　于东升
编　委	黄　磊　　袁　敏 韩贤旺　　钱　慧 于凌波　　刘劲文 魏小君　　王　波 曹翊君　　郭　君 金德环　　田晓军 柳永明　　骆玉鼎 周继忠　　崔世春
策　划	黄　磊　　于凌波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners!）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将两者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因——“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1644年的华尔街、1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间跨度长达300余年，汇添富基金希望能够藉此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

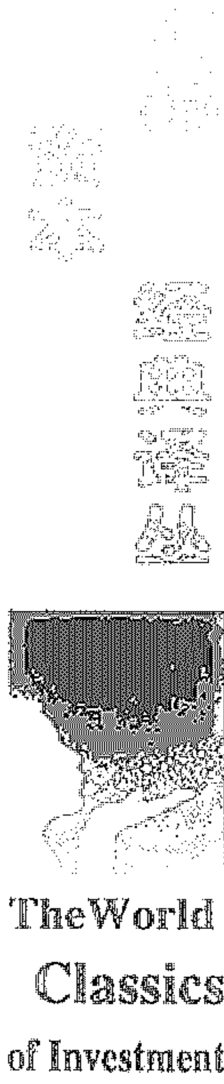
在本套丛书的第一、二、三辑里，我们为读者奉献了**《伦巴第街》**、**《华尔街传奇》**、**《攻守兼备》**、**《价值平均策略》**、**《尖峰时刻》**、**《标准普尔选股指南》**、**《伟大的事业》**、**《投资存亡战》**、**《黄金简史》**、**《华尔街的扑克牌》**、**《华尔街五十**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年》、**《铁血并购》**、**《先知先觉》**、**《战胜标准普尔》**、**《共同基金必胜法则》**、**《大熊市》**等 22 本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第四辑中，我们还将向读者推荐六本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

漫漫投资路，经典诚可贵。在本辑中，**《证券分析》**一书堪称投资经典中的经典。《证券分析》已经连续不断地出版、销售了 70 多年，售出了 100 余万册。该书的作者格雷厄姆和多德在《证券分析》最早的两个版本中所展示的富有先见之明的真知灼见，在这一版《证券分析》中，达到了新的高度。50 年以前，他们就像今天那样用驾轻就熟的语言，详细地描述了作为个人投资者获得成功所必备的技巧和策略，以及公司决策者们为投资者创造股东价值和增加透明度的责任。这部经典书籍把焦点集中在作为个人投资者可靠的投资选择的普通股上，突出地介绍了：股东与公司管理层关系；理解损益表和资产负债表以及它们与未来股价上涨直接关系的循序渐进步骤；得到历史证实的指导原则，利用这些原则就可能识别和利用鲜为人知的次要证券中存在的赚钱机会。在寻找未来有可能战胜市场的股票的过程中，这些基本技巧和策略依然是最有效的。

我们正处于全球化的伟大时代，并且可以在全球范围内进行投资。**《策略——决胜全球股市》**内容涉及投资海外股市的基本问题和要点。本书的采访对象都是各自领域中的投资大师，包括吉姆・罗杰斯、保罗・梅尔顿、彼得・艾弗里顿、马克・墨比尔斯、阿尔弗雷德・施泰因赫尔、迪恩・利巴朗、麦嘉华、罗伯特・普莱切特。他们妙语连珠，毫无保留地与我们分享他们眼中全球股市的潮起潮落……本书将通过展示投资大师们对股市投资的独到理解，为读者充分诠释这些问题的答案，并帮助您成为一名既懂得投资又懂得生活的投资者。



正如最近发生的事件已经证明的那样，使用了错误的估值方法的结果，可能会是灾难性的。**《股票估值实用指南》**向读者介绍了一个简单而强大的估值模式，它能够帮助投资人采用定量分析的方法，评估一只股票真正的价值。书中还详细介绍了美国几家著名上市公司股票价值的实例分析，相信对于读者将书中所学运用于股票市场的投资实践，会有很大的帮助。

美国商界向来以狂乱竞争和高风险著称，只有极少数不遗余力的人才有望登上成功顶峰。本辑丛书中的**《福布斯英雄》**所述的五位杰出人物分别是：安德鲁・格鲁夫——英特尔公司精力旺盛的首脑；弗雷德・史密斯——联邦快递公司的拥有者；彼得・林奇——投资巨人；普莱森特・罗兰——普莱森特公司和美国女孩收藏品公司的发起人；保罗・沃尔克——美联储无可争议、极具影响力的前任主席。他们分别与《福布斯》杂志的资深编辑和记者格蕾琴・摩根森交流了各自的成功体验，该书记录了这些精彩无比的对话。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些各怀绝技、韧性极大，且具强烈责任感的商业巨子们，都在各自领域里创造了难以逾越的成功典范。他们引导了巨大的变革，改变了商业的运营模式。本书告诉我们，在今天的商业世界里如果想成功，必须具备什么样的素质。

《**点津——来自大师的精彩篇章**》是一本文选，其中包含的文章来自于经济与投资领域的大师们，例如，约翰·梅纳德·凯恩斯、本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪、沃伦·巴菲特、鲍伯·柯比、罗伊·纽伯格、克劳德·罗森博格、戴维·贝伯森、西德尼·霍默，以及罗·普莱斯等。该书以类似系列个人讲座的形式让读者分享大师在市场中的毕生经验。这些伟大投资者的基础理念，如此朴素，甚至简单，却闪耀着无上的智慧火花；如此贴近目前纷繁复杂的世界，有效针对当下的投资实践。阅读这一富有创见的关于投资艺术和实践的精选文集，无疑将有助于读者避免重蹈过去的错误。

为什么美国证券市场会在 20 世纪 90 年代经历如此一场大泡沫？为什么格林斯潘会允许泡沫的存在？为什么投资者面对如此疯狂的投机环境，仍然毫无理性地一味沉湎？20 世纪 90 年代及 21 世纪初，是美国证券业发展史上的一段辉煌时期。《**泡沫·膨胀·破裂——美国股票市场**》的作者通过其深厚的历史学基础和严谨的统计分析，再现了美国股票市场神秘面纱背后的危险实质。读者既可以从中获得有益于学术研究和投资分析的相关知识，也能够从中寻找到对世界经济强国因何陷入衰退历程的客观真实答案。在如今因为美国次贷危机而引发席卷全球、百年一遇的金融海啸背景下细读此作，不免感慨作者对于一国金融乃至一国经济发展的洞察睿智；对于我们分析身边经济现象，进而作出投资理财的理性判断，无疑同样具有重大的指导意义。

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，又如何在中国股市实践中应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今，始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十余年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十余年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。几年来，我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了超越前人的业绩。

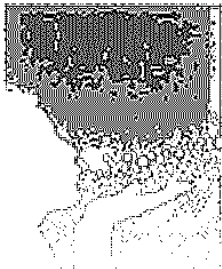
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，我们有中国持续快速稳定发展这样一个良好的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

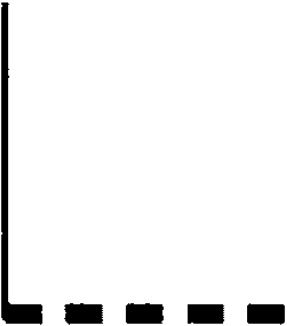
我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十余年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财经大学出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对几个世纪以来的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让自己的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！



张　晖
汇添富基金管理有限公司投资总监
2009 年 4 月 18 日



经典译丛

The World Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译序

呈现在读者面前的是一部专门分析20世纪90年代美国股市动荡的专著。作者韦斯顿博士以其犀利的目光和专业化的知识，审视了这一时期美国股市泡沫的产生、膨胀和破裂的全过程，揭示了美国股市在该时期形成泡沫的经济因素、政策因素和行为因素，回答了为什么20世纪90年代美国股市会经历如此巨大的泡沫、为什么格林斯潘会“允许”这种泡沫发生、为什么投资者会表现得如此非理性而沉溺于如此狂热的投机之中等令人费解的现实问题。其分析之全面、回答之深刻，给人以启迪和深思。

当前，我国经济正处在复苏时期。虽然源自美国的金融风暴仍在影响着我们生活的许多方面，但我国经济已率先出现了复苏，股市已开始回暖。然而，对于股市，人们仍然充满着迷惘，虽有津津乐道者，但更多的是心有余悸、战战兢兢。虽然我们新中国的股市仅有30年不到的历史，但所经历的跌宕起伏、酸甜苦辣，却丝毫不亚于美国等发达国家的股市；尤其在刚刚过去的两年，股价的狂飙和随之而来的狂泻，人们仍然记忆犹新，不寒而栗。人们不禁要问，股市为何会如此狂热，又为何会如此动荡？是什么真正地决定着股市的走势？如何在股市的狂潮中保持冷静并把握机遇？这些问题在本书中都能找到相应的答案。这是一本既有很高的学术价值又有很强可读性的专著；它不仅提供了详实的股市背景资料，还权威性地解释了股票市场的奥秘。因此，本书不仅适用于与证券相关的专业研究人士、大专院校高年级学生和研究生，也适合于广大的股民以及对股市感兴趣的人士。

最初，刚接触到本书时，我们就被书中生动的描述和精彩的分析所吸引，希望尽快地将它翻译出来，因为我们太需要这类好书了，尤其是我们的广大股民。然而，当着手翻译时，我们才真正感到任务之艰巨、难度之大。一方面，对语言的准确把握有相当大的难度，除了一些冷僻的专业术语外，作者还使用了相当多的俗语，虽然显得生动，但实难译得贴切；另一方面，时间非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧迫，从出版社与我们联系到要求译稿完成，仅仅只有三个多月的时间。因为我们只能利用业余时间从事这种翻译工作，要在这么短的时间内，保质保量地完成这样一部30万字左右的专著，并不是一件易事。然而，在翻译的过程中，我们仍然一丝不苟地反复校对，力争以最高的质量呈现给读者。

参加本书翻译工作的人员有：张德远、郭峰、龚玉婷、侯勇志、杨小晶、陈益、张译文。其中张德远同志具体负责并担任主译。不能不提的是，上海财经大学出版社的温涌同志对本书倾注了大量的时间，并做了相当多的校对工作。

动笔之前，心情惶惶，完稿之后，依然惶惶。译文谫陋之处，敬祈学人和广大读者指正。

译 者

2009 年 7 月 30 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 言

本书关注的重点是20世纪90年代及21世纪头几年的美国股市，具有很强的可读性，内容也颇具讨论价值。本书分析了巨大的投资泡沫被促成并于几年后迅速破裂的相关因素。虽然本质上仅是一个案例分析，但本书在阐述股市行为、投资策略和政府决策等诸多更一般性的方面做出了广泛的贡献。

韦斯顿博士提供了插图，并洞察了股市中的种种非理性行为，可以说是目光犀利。对一般读者，特别是那些考虑退休的人而言，书中涉及的利益与投资心理冲突的内容将使人感到极度不安。在可预见的未来，很少有人能够奢望在退休后有经济保障，活得心安理得。所谓有保障的养老储蓄金的概念将不复存在。对于已经习惯于依赖专家咨询意见和不断上涨的股市的普通市民而言，这一严峻形势令他们望而却步，只能在个人理财中更积极、更多地捕捉信息，而没有任何其他的选择。

掌握更多金融知识的入门诀窍是随时关注金融体系中的偏误。在这一方面，韦斯顿博士的做法特别有帮助。他专门参考了20世纪90年代的美国股市，展示了证券分析师、股票经纪人、财务规划专家扭曲事实而造成的影响，以及整个社会过度乐观、盲目自信的结构性偏见带来的后果。用韦斯顿博士的话说，恐惧和自利的结合"创造了购买的偏好和持有的策略，即使冷酷的现实要求卖出，却依然如此"。然而，对我们大多数人来说，最大的挑战是，个人心理学和社会心理学的更多未知领域需要我们从更高的层面进行深入分析。在这一点上，韦斯顿博士再一次给我们提供了优秀的指导。他对投资者的羊群行为、唯恐落伍的普遍心理、"更傻的傻子"理论的分析，将使我们中许多人感到尴尬，甚至羞愧——"每个人都知道股市价值已被严重高估，但仍然在进行着以这个世界上还有更傻的傻子为基础的博弈"。

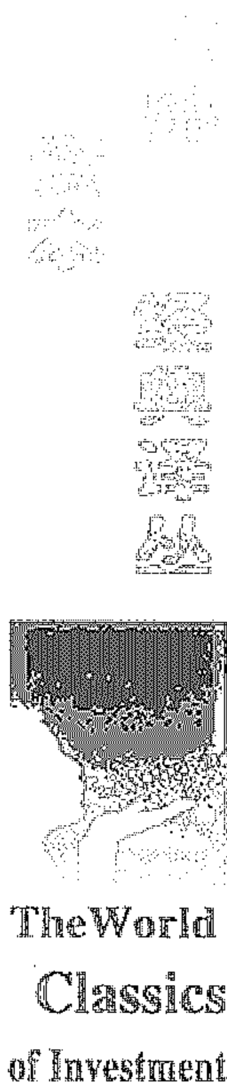
本书有效地探讨并解释了股市在多大程度上对公司声誉和信任依赖。韦斯顿博士用"公司治理标准整体令人憎恶的崩溃"来描述美国的股份公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种状况严重挫伤了投资者对美国股市的信心。由此导致的公司破产本应产生一个有益的影响。韦斯顿博士认为，公司弊案引起的对透明度更高的要求和更严格的审计标准，加上对毁损职业生涯的追踪和高调的定罪，将在一定程度上恢复公众对美国公司治理的信心。然而，危机依然存在，因为这些改革可能过度，使得首席执行官（CEO）们变得如此忐忑不安、厌恶风险，以至于他们的公司出现停滞并失去活力。在动力和规制之间实现一种贤明的平衡，是决策者和管理者随时都面临的一大挑战。

本书的一大特色在于对美联储主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）博士的作用及其影响的分析（格林斯潘于 1987 年 8 月～2006 年 1 月任美联储主席——译者注）。韦斯顿博士首先强调了格林斯潘不仅对美国，而且对世界其他各国政府、交易者和投资者产生的长达 17 年的突出影响和稳定作用。他重点突出了格林斯潘在"非理性繁荣"时期用"下颚"（口才）使市场下滑的能力。虽然有批评意见，但他还是认为，因为"对衰退的恐惧已经成为事实，才使得格林斯潘强调依靠货币流动性政策，这是有充分根据的"。事实上，股市泡沫破裂后，美联储将利率降低至仅为 1%，从这一点上说，为了将美国经济从严重衰退中拯救出来，美联储是值得信赖的。

展望未来并从全球的角度考察，韦斯顿博士发现，谨慎乐观是由持续的政府政策推动、美元疲软和日本复苏迹象来得过迟导致的。他对布什政府刺激经济复苏的各项措施进行了细致和探索性的分析。然而，新经济呈现出的独特且难以捉摸的问题和挑战很快就变得清晰起来。虽然企业投资增加并且劳动生产率提高，可是，美国经济继续经历着一种"无就业的复苏"。尽管布什的减税力度已经很大，但这并不足以激发新一代的企业家进行投资，也不足以抵消出口到中国和印度的就业机会。很显然，美国经济处于一种微妙的平衡状态，当经济学家可能强调传统的经济杠杆，譬如税收和利率时，更广泛的企业界的情绪却严重地受到国际恐怖主义的威胁和布什政府无限期地承诺打败恐怖主义的影响。



本书具有广泛的吸引力。和 19 世纪的政治经济学家们一样，韦斯顿博士拥有那种日渐稀少的将经济理论应用于当代重大事件并开出切合实际的政策处方的天赋。他以一贯的自由流畅、风格独特的手法撰写本书，而不使用任何干瘪晦涩的行话，以此区别于许多同行的文风。韦斯顿博士虽然从不怯于表达自己的观点，却能认真并广泛地收集资料，系统求证并接受不同的观点。本书既具有学术性又不乏生动性，以此吸引各种读者，包括学术界同行、大学高年级学生和对股市行为感兴趣的不断扩大的一般读者群。

约翰·米尔顿·史密斯（John Milton Smith）博士
科廷理工大学（Curtin University of Technology）管理学教授

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

构思本书最初纯粹是出于好奇。自从在经济金融学院(科庭商学院的下属学院)授课起,我就开始着迷于资产市场兴衰的研究。按照一般规律,股市超高或超低都取决于原始经济的基本面。正是经济和市场的金融因素,而不是实体经济和技术进步的因素,驱使了大部分市场价格剧烈波动。因此,社会大众,当然也包括投资者,往往经济稍有波动就会做出过度反应,因为担心这种波动会损害他们珍贵的养老储蓄金,从而影响他们退休后的生活方式。

我本意想涵盖所有关于为什么美国股票价格会经历这样一个令人欣悦的泡沫的问题。我在美国生活期间,正是佛罗里达州立大学的瑞·坎特伯雷(Ray Canterbery)教授激发了我对华尔街、美联储和股市泡沫的兴趣。詹姆斯·伽平斯基(James Gapinski)教授始终促使我对经济学保持高度的热情,我至今仍然感激他——他是我的好朋友。米尔顿·马库斯(Milton Marquis)教授讲授了富于挑战性的宏观货币课程。感谢詹姆斯·库布(James Cobbe)教授,作为佛罗里达州立大学经济学院的院长所给予我的鼓励。感谢爱德华·伦肖(Ed Renshaw)教授[位于奥尔巴尼(Albany)的纽约大学]对本书创作提供的支持以及一些很好的建议。

我能够获准放下授课任务回到位于澳大利亚美丽海岸的家中,对完成本书至关重要。我要感谢迈克尔·伍德(Michael Wood)院长和伊恩·克尔(Ian Kerr)教授如此通情达理。在离职期间,我工作于科庭大学的研究单位——国际竞争研究机构(IRIC)。正是在这个机构,本书得到了许多提炼。争论在那里是常有的事,我的许多同事还曾对我的论点和概要提出过质疑。我要感谢皮特·凯尼恩(Peter Kenyon)教授为我提供了资源和支持。特别要感谢保尔·科舒(Paul Koshy)(国际竞争研究机构),他对有关全书手稿中图表的技术处理提供巨大帮助,他是我最重要的支持者,并及时向我提出建

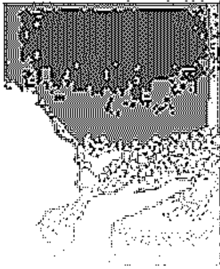
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议。国际竞争研究机构的其他同事也参与了本书的评议工作，譬如尼克・威尔斯—约翰逊(Nich Wills-Johnson)、海伦・卡布鲁(Helen Cabulu)博士、戴安・詹姆逊(Diane Jameson)、盖伊・卡伦德(Guy Callender)教授和吴立芬(Lifen Wu)博士。特蕾西・威尔逊(Tracey Wilson)(秘书)也给予了很多的帮助。

科庭商学院的同事们在很长一段时间内也提供了帮助，例如，加里・麦登(Gary Madden)教授针对第五章关于IT革命的内容，给予了批判性的评论；马克思・科莫罗(Max Kummerow)博士慷慨地提醒我关于那些政治左派的观点；我的同事，盖瑞・麦克唐纳(Gary Macdonald)博士，对某些章节提供了关键性的评论，并在某些数据的展示方面提供了帮助。

约翰・米尔顿—史密斯(John Milton-Smith)教授提供了特别的帮助，他浏览了全书并写了一个非常简洁的序，他以优雅的文笔展示了本书的全景。

还要补充的是，劳特利奇出版集团(Routledge)的编辑们，譬如特里・克拉格(Terry Clague)，也提供了需要耐心的极大帮助。文森特・安东尼(Vincent Antony)和他的同事们十分认真地审阅了书稿，整理了清样，使全书能够更加连贯，他们的工作被证明是无价的。科庭商学院的琳达・摩根(Linda Morgan)在书稿出版的各个阶段也都提供了帮助。当然，我要感谢我的母亲伊冯娜(Yvonne)和父亲托马斯(Thomas)多年来对我的全力支持。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序 ………………………………………………………… 1

译序 ………………………………………………………… 1

序言 ………………………………………………………… 1

致谢 ………………………………………………………… 1

绪论 ………………………………………………………… 1
股市为何存在泡沫? …………………………………………… 1
一个泡沫接着一个泡沫? ……………………………………… 2
一系列独特的环境条件? ……………………………………… 2
股票估价究竟有多荒谬? ……………………………………… 3
投资者为何无视警示信号? …………………………………… 4
股市泡沫为何破裂? …………………………………………… 4
格林斯潘为何忽视"非理性繁荣"? …………………………… 5
格林斯潘与金融市场 …………………………………………… 6
公司治理失败的代价有多大? ………………………………… 7
美联储的敌人:是通货膨胀还是通货紧缩? …………………… 8
从 1929 年泡沫中吸取的教训是什么? ………………………… 8
日本的混乱和通货紧缩:美国可从中学到什么? ……………… 9
巨大的政策推动力:是否强大到可以带来持续增长? ………… 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国经济复苏的条件有多脆弱？ …… 12
根据现状可以预测到什么？ …… 12
是牛市还是熊市的反弹？ …… 13

第一章　美国股市的泡沫时代 …… 14
引言 …… 14
泡沫的根源 …… 15
股市为何存在泡沫？ …… 17
投资股票还是投资债券？ …… 17
荒谬的股票估值 …… 20
泡沫：地缘政治力量起作用吗？ …… 21
股市泡沫：由平稳的债券市场买单吗？ …… 24
债务、储蓄及其相互转换 …… 25
预警信号：投资者为何不转变投资策略？ …… 26
公司盈利状况如何？ …… 27
与 1929 年危机的相似之处 …… 30
股市将何去何从？ …… 30
结论 …… 31

第二章　20 世纪 90 年代的大牛市 …… 33
引言 …… 33
宏观经济背景 …… 34
政策范例 …… 39
衰退和复苏：1990～1991 年 …… 40
咆哮的道—琼斯指数：1992～1993 年 …… 41
政策引导下的修正：1994～1995 年 …… 43
高涨、高涨、偏离：1996～1997 年 …… 45
修正和一次重要的复苏：1998～2000 年 …… 49
结论 …… 53

第三章　估值方法和投资策略 …… 54
引言 …… 54
资产组合选择 …… 55
投资多样化和风险 …… 57

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新闻:经济的还是金融的? …… 59
市场有效性 …… 60
在整个生命周期进行投资 …… 61
经济基本面方法 …… 62
反向投资策略 …… 63
序列相关和均值回归 …… 66
投资策略 …… 68
金融脆弱性 …… 70
预期、交易和时机 …… 70
结论 …… 72

第四章 泡沫时代:如何理性? …… 74
引言 …… 74
单行道上的偏离 …… 75
套利者在哪里? …… 80
旧的基准点和转折点 …… 81
它是投机泡沫吗? …… 82
“新”新经济 …… 84
20 世纪 90 年代:背离实体经济 …… 84
财富储藏和远见 …… 86
格林斯潘对纳斯达克股市泡沫的辩护 …… 87
股市繁荣的国内起源 …… 89
结论 …… 90

第五章 新经济时期:已经来到了吗? …… 92
引言 …… 92
生产率增长和股票市场 …… 93
理性泡沫? …… 94
老问题与旧答案 …… 95
关于生产率增长放缓的争论 …… 95
生产率增长的来源 …… 97
信息技术与通信革命 …… 98
信息技术和通信:生产率增长的推动力? …… 101
美国政府与生产率增长 …… 102

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产率增长：有多持久？ …… 103
生产率与股票泡沫 …… 104
结论 …… 105

第六章　治理问题：旧制度和新规定 …… 106
引言 …… 106
是市场失灵还是政府失灵？ …… 107
激励和权衡 …… 109
什么问题颇具挑战性？ …… 111
20 世纪 60 年代的华尔街：新的挑战 …… 112
过去的管制压力 …… 113
以安然公司为例 …… 114
危险的激励机制？ …… 115
管制改革和《萨班斯—奥克斯利法案》 …… 116
结论 …… 118

第七章　美联储：驶入未经允许的水域？ …… 119
引言 …… 119
最终目标与权衡 …… 120
收益率曲线 …… 121
政府环境 …… 121
美国这艘经济旗舰的航速：航标何在？ …… 122
失衡的诊断 …… 124
击中目标：何为政策的搭配？ …… 127
有哪些经济指标？ …… 128
对“错误范例”的批判 …… 130
坎特伯雷的教廷假说 …… 131
美联储的名声和信誉 …… 132
毛毛虫市场与美联储的恐惧 …… 133
一个中央银行家的自白 …… 134
美联储在遮遮掩掩吗？ …… 135
结论 …… 135

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　美联储运作模式的变革 …… 137
引言 …… 137
对金融业放松管制 …… 138
金融产品创新 …… 138
技术和创新 …… 141
货币政策的有效性 …… 143
盯住利率还是盯住货币总量? …… 145
货币影响产出吗? …… 146
货币传导机制的渠道 …… 147
货币影响股价吗? …… 149
利率:对产出有多大影响? …… 150
利率:对股市有何影响? …… 151
结论 …… 153

第九章　评价格林斯潘时代:1987～2004 年? …… 154
引言 …… 154
格林斯潘的背景 …… 155
格林斯潘的经济哲学 …… 156
格林斯潘与市场 …… 158
去芜存菁 …… 161
推动经济的力量? …… 162
格林斯潘时代的错误? …… 162
格林斯潘的两艘旗舰 …… 165
灵活性:格林斯潘的标志 …… 166
结论 …… 168

第十章　1929 年巨大的资产价格泡沫 …… 170
引言 …… 170
20 世纪 20 年代泡沫爆裂的种子 …… 170
实体经济遭到破坏 …… 172
1929 年经济崩溃和大萧条的原因 …… 173
导火索是什么? …… 179
我们从中学到什么? …… 180
历史会重演吗? …… 181

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论 …… 181

第十一章　日本金融危机的教训 …… 183
引言 …… 183
日本过去的增长策略 …… 184
脆弱与毁灭的种子 …… 185
宏观经济的挑战 …… 186
政策杠杆 …… 186
资产价格泡沫为何产生？ …… 187
金融的而不是经济的制约 …… 188
日本资产价格泡沫：流动性根源？ …… 190
采取何种出口增长策略？ …… 190
货币政策的失效 …… 191
货币传导机制：被堵塞的管道？ …… 192
财政政策的失效 …… 193
克鲁格曼的洞察力 …… 195
日本的政策回应：为何如此无效？ …… 196
日本金融危机的教训 …… 197
为了复苏，多管齐下 …… 198
克鲁格曼解决方案的效果 …… 198
日本停滞的教训 …… 199
结论 …… 200

第十二章　亚洲金融泡沫和危机 …… 201
引言 …… 201
一些共同点 …… 202
泡沫的金融起源 …… 202
流动性过剩再次光顾 …… 207
股市泡沫为何破裂？ …… 208
亚洲金融危机：为何如此出其不意？ …… 210
股市表现：揭示泡沫 …… 212
结论 …… 215

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章　美国股市将何去何从？ …… 216
引言 …… 216
一个泡沫接着一个泡沫？ …… 217
货币不稳定会带来什么问题？ …… 218
伊拉克的解放 …… 219
地缘政治力量 …… 220
全球市场的同步性及一体化 …… 221
美国股市为何反弹？ …… 223
强大的政策刺激 …… 224
美国经济复苏：将走向何方？ …… 226
来自电影《华尔街》的教训 …… 228
结论 …… 228

参考文献 …… 231



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绪 论

股市为何存在泡沫?

美国的实体经济无法解释 20 世纪 90 年代股票价格的暴涨。在这 10 年期间,股票价格上涨了 6 倍,而劳动生产率只上升了 2 倍。这种巨大的升级差距(escalation gap)可部分地通过投资者应对有偏误的经济激励所表现出的行为来解释,因为其中某些行为完全没有真实基础而纯粹是投机。投资者理性的反应都是基于税收激励、对 CEO 的慷慨股票期权激励、公司所得利润的运作、低利率、低通货膨胀率和较高的预期劳动生产率增长所做出的。

然而,金融的力量没有得到足够重视。这种力量包括:大量的资本流入美国的股市和债市,美元泡沫、地缘政治力量将资金推向美国市场,高水平的公司金融杠杆,对投资者发放保证金贷款以及货币供给和信贷的快速增长。许多升级差距都有其货币流动性根源。

一位著名作家希勒(Schiller,2000)指出,这种升级差距是由于繁荣和包括投机与贪婪在内的行为力量所促成的。与所有泡沫时期一样,这些力量都是貌似可信的原因,然而,真正点燃并使投机之火熊熊燃烧的燃料,却是货币流动性过度及信贷增长。另一位著名学者西格尔(Siegal,2000)也指出,诸如降低资本赋税、降低风险回报、降低交易成本以及降低给予股票持有者的分红比率等经济激励的偏误和变化如此之大,以至于股票市场成为了一个“单行道”。韦斯顿(Western,2004)强调了金融和外资流入因素的重要性,并指出,这才是引起股票价格暴涨的主要原因,这种因素远远超过了理性的或行为的力量所能给出的解释力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个泡沫接着一个泡沫？

健全的金融理论和资产配置模型认为，理性的投资者应该根据察觉到的综合风险回报率，将他们的资金在不同资产种类间进行转换，并改变它们的配置比例。就像持有股票的风险急剧上升一样，全球和国内的投资者在2000～2003 年早期涌入债券市场。债券回报率达到了 42 年以来的最低点，同时债券的价格达到了 42 年以来的最高点。因为担心美国的通货紧缩，加之美国公司缺乏定价能力，迫使投资者纷纷涌入债券市场并退出股票市场。就像当初缺乏理性地冲进股票市场一样，他们现在又涌入了债券市场——这可称为第三个泡沫。余下的问题是，被大量涌入的美国房地产市场是否过火，价格是否已经达到了不可持续的高度。这也许正是美联储不得不需要关注的第四个泡沫。

还需要关注的是 20 世纪 90 年代美元的大幅升值（第二个泡沫），这其中的部分原因要归于欧洲和日本经济的走弱，这进一步强化了美国股市的暴涨。而这时，外国投资者正享受着美国股市泡沫和美元强势带来的双重收益。

因此，接下来美元的走弱将给进入 2004～2005 年的外国投资者以警示，预示着收益率曲线最终末端的高利率即将到来。相反，全球的投资者可能更喜欢潜在实力强劲的货币，因而欧洲及远东的股票市场更受欢迎。

一系列独特的环境条件？

毫无疑问，在 20 世纪 90 年代，美国享受着一系列得天独厚的环境条件，这缘于偶然，或通常称之为“幸运”。日本经济和股市出人意料地迅速崩溃，而欧洲则忍受着高失业率、重新统一和增长疲软等问题。同时，中国和日本的投资者不断注资美国债券市场，为美国人的消费提供资金，并间接增加本国商品的出口。全球投资者都寻求美元、美国股市、债市作为他们的“安全港”。这些投资者还获得了更多的理由来支持他们将资金投向美国：美国的通货膨胀保持在可控的范围内、劳动生产率增长在加速，而且持有股票的风险溢价正在消失。同时，美联储（Fed）似乎乐于延长美国的经济增长期，而将利率控制在低位。当 1998 年亚洲金融危机爆发时，美联储也做出了“适应性的调节”，许多外国投资者再一次将其资产投向美国以求安全。总而言之，美国股市有着巨大的外部推动因素，甚至还有一些颇具吸引力的拉动因素，例如，低通货膨胀率和不断上升的生产率等。外国资金的流入为美国公司的革



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新提供了必要的资金支持，刺激了美国生产率的增长。

然而，接下来的问题是，当世界经济复苏的发展势头、节奏重新同步，并且全球投资者通过不断上升的外国市场而获得更多可选择的投资方式时，美国市场将会有怎样的表现？美元持续走低将不断驱使这些全球投资者考虑更为强势的货币或者黄金。为了使美国市场在这一形势下保持持续稳定，以美国为基础的投资者必须接受外国出售者留下的“低谷”。这也暗示了一种资金从货币市场和债券市场向股票市场的转移。而这种转移将是以每股预期回报率大于 10 年期债券回报率为基础的。

股票估价究竟有多荒谬?

即使是那些永远乐观的人也会承认，20 世纪 90 年代后期股票市盈率过高。对某些天价高科技股票市盈率的估计达到了 50～100 倍，而且对此可能永远也得不到合理的解释。事实上，没有哪只美国股票的市盈率有理由达到 50 倍，更不用说到 100 倍了。在极好的 50 只股票中，有一些在 20 世纪 70 年代早期以低到 40 余倍的市盈率卖出，最后确实证明了自身的价值，但在 25 年之后会怎样呢？无论如何，投资者很可能，而且也确实在泡沫经济时期为股票多付了钱，因为每股收益(EPS)可能永远都达不到预期的高度，尤其是当 10 年期债券的回报率证实人们的转投是值得的时候。最后的杀手是对利润的失望——曾一度被公司的造假所掩盖。

从西格尔(Siegal，2000)那里我们了解到，股票的长期回报率在 7.5%左右，而平均市盈率在 14.5 倍左右。那么，为什么投资者把标准普尔指数(S&P)的市盈率推到了 30 倍以上，而远高于纳斯达克指数(NASDAQ)的市盈率呢？难道他们不相信股票回报率会回到它们的长期均值，即最终均值吗？或者甚至接近于最近的 20 倍的平均值吗？难道他们不担心均值回复意味着对标准普尔指数的价格修正会达到 30%，而对纳斯达克指数的价格修正会达到 60%吗？事实上，对纳斯达克指数的价格修正在它的顶峰期曾高达 80%，在大萧条时期的股市崩溃中曾达到 89%左右。

曾有警示信号不断提醒投资者。如前所述，市盈率在 20 世纪 90 年代至少超过它们的长期趋势线的 100%。Q 比率(公司股票的市场价值对股票所代表资产的重置价值的比率)更是接近 1.6，远远高于它 0.7 的长期趋势，这就再次暗示股票被大大高估了。第三个警示信号来自美联储的模型，每股收益下降至低于 10 年期债券的回报率。为什么不接受这种无风险回报率，从而避免股票固有的风险呢？问题的答案在于，投资者认为进一步的资本增值将滋生股票，并且伴随税收的优惠。尽管事实上股票估价已经如此“荒谬”，

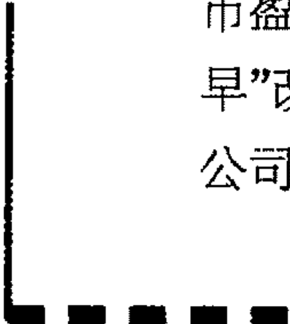
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是投资界仍然是一派兴高采烈：经济繁荣还在继续，而且它将永远如此。根据"更傻的傻子理论"，有的是钱可以赚——卖给下一个更傻的投资者，只要不是最后一个或是自己。

那么，投资者和股票经纪人怎样操纵商业计算来合理解释35倍甚至更高的市盈率呢？纳斯达克指数的资料是这样记录的：这是新经济，而且我们已经到达了永恒的高增长平台。上升、继续上升的生产率，将会证实当前的"高"估价是正确的。现在买吧，我们将拭目以待！这一次的情况不一样，再不加入就是损失！为什么眼睁睁地看着你的邻居们变富呢？贪婪和嫉妒推动着许多人一步步爬上楼梯，然后再乘电梯下来。集体的狂热与兴奋诱导了许许多多的投资者进入"增长的"股票，而远离枯燥的有"价值"的股票。

投资者为何无视警示信号？

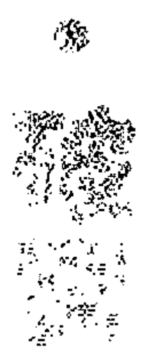
另一个股市估价的关键陷阱是这样开始运行的，它被称为加速器或外推原理。在给定10年期债券收益的条件下，每股收益水平可以证实股票的价格水平是合理的。每股收益的增长率将决定股票价格的增长率。更准确地说，在一个过度高涨的市场，正是每股收益的期望增长率决定着股票价格的增长。因此，如果一只增长的股票宣称每股收益在1997年增长10%，在1998年增长20%，那么，投资者可能被诱导并推断1999年的每股收益增长率会达到40%。每股收益的这种加速能够获得一种自我强化的动量，当乐观的投资者在确定当前股票价格时，以进一步加速的每股收益来推断未来的价格，尽管这是不能实现的。这就是20世纪90年代的泡沫产生的本质原因。正是这种股市信仰——每股收益并不只是在增长，而且是在成倍加速——产生了这种"高"市盈率的合理性，并很快被快速上升的生产率和新经济的支柱所证实。不幸的是，这根支柱崩塌了。正是这种外推理论和加速理论搅乱了投资者的判断——也许是因为它正好为贪婪做出了巧妙的辩解。



股市泡沫为何破裂？

与大多数经济泡沫一样，没有单独的原因导致股票价格缩水和交易缩减。正如有多种力量驱使美国股市膨胀，也有多种原因促使它收缩。意识到市盈率过高，同时债券收益颇具吸引力，导致某些投资者在股市转向之前"提早"改变了投资方向。然而，令人失望的利润加上模糊不清的经济环境以及公司治理的崩溃，使得许多投资者进入债券市场而"袖手旁观"。纳斯达克股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票经历了更加严峻的考验，在20世纪90年代后期，因为过量和错误的投资而大幅缩水。这些不良投资并没有产生利润，更糟的是，它们引起了大量资本被注销。“9·11”恐怖袭击和后来的伊拉克战争使得经济更加充满了不确定性，衰退的深度和长度以及公司的盈利能力都无法预知。这些地缘政治事件只是让一个已经病危的美国经济问题更加严重，事实上，在“9·11”事件之前，美国经济就已经进入了衰退期。总的来说，对IT业的不良投资和公司盈利能力的加速下降，引发了人们对风险认识的重大逆转，从而相当突然地抛售股票以证实较低的每股收益水平。

格林斯潘为何忽视“非理性繁荣”？

格林斯潘主席在美联储任职期间的工作是值得肯定的。他监管了1987年的股市崩盘、1991年的经济衰退、1998年的亚洲金融危机，以及2000年的股市泡沫崩盘，在他掌舵的大部分时间内，他领导美国经济度过了一个高速发展、低通货膨胀的时代。他对美国经济的细致了解，可以说是他对经济学知识运用的典范。然而，仍然有人对他在任职期间的工作表示不满。例如，在1994年，当通货膨胀还很难被察觉到的时候，他为什么一定要追杀所谓的通货膨胀？他为什么要打击这个臆想中的幽灵，而实际上它并没有成为一个“清晰而现实”的威胁？对此，他的辩解是，这本质上是一种先发制人，在人们对通货膨胀的预期不断提升的时候，可以有效地保证经济“冷静”下来。

对格林斯潘更加严厉的谴责是，他允许股票市场泡沫在20世纪90年代中期膨胀，而在1998年之后再一次膨胀，从而将股票价格推到了如此荒谬的高度，这不可能在中期被证实是合理的。这种暴涨以及后来缩水所带来的代价主要是由投资者承担的，并不可避免地波及实体经济。就业机会暴跌，失业率大幅飙升。投资剧减，国内需求骤然萎缩。对经济造成的实际损害就是通过这种渠道以抑制投资消费的形式表现的，同时，美国的公司等待并注销了那些业绩不好的陈旧投资。20世纪90年代的过度投资可能需要一段很长的时间来消除。尽管实体经济在2000～2003年间遭受了一个很大的打击，泡沫破裂的实际成本还是取决于大小投资者的损失。这些投资者几乎都损失了近80%的资本。那些杠杆比例高的投资者遭受的打击最大。然而，外国投资者并没有感受到低股价的冲击，因为美元随着美国股市一同下跌了。投资者都切身感受到了投资失败的痛苦。

那么，为什么格林斯潘会如此不重视股市泡沫呢？首先，因为绝大多数的投资者会选择他们自己认为正确的做法。这是投资者自己的选择，也是他们自己的钱，因此，如果他们判断失误，损失是投资者自己的。其次，格林斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潘对那些与成千上万投资者相左的判断非常谨慎，这些投资者虽然不能说是很"专业"，但大多精通市场交易。除此之外，如果他拥有关于股票估价的更深入或更前沿的知识，那么，他为什么不对外发布这些信息呢？第三，股票市场崩盘的代价应该由那些参与交易的投资者，而不是美国纳税人或不相干的实体经济部门来分担。只要下滑的股价没有抑制实体经济，美联储的干预是没有太大必要的。只有当实体经济受到来自生产能力收缩、劳动力短缺或者源自股市的高速通货膨胀的威胁时，美联储才有必要出面干预。格林斯潘显然不认为正式而权威的干预是理所应当的，然而，他确实在不少场合口头上这样说过，尤其是他在 1996 年的"非理性繁荣"的论断。

指责格林斯潘的人同时也明确指出，泡沫时代的事后余波并没有冲击到整个经济系统。20 世纪 90 年代的过度投资仍然没有完全被消化，仍然有大量的财富被浪费并损害资金平衡。投资是波动的，并始终受到生产周期变化的影响。公司需要花时间去消化因大量的资本消失所带来的影响。正如硬币的另一面，仅靠消费者是不可能托起经济复苏的重担的。就像格林斯潘重视"财富效应"刺激消费的影响一样，他必须明白，2000～2002 年间股票的损失摧毁了消费信心。

评审团仍然在权衡美国股市泡沫的损失。也许它们被高估了，2002～2003 年大量的政策推动将超过对这一时期股票暂时损失的补偿。有迹象显示，2004 年初期，投资已开始对长期的低利率和货币流动性扩张做出了反映。这个时候，也许就是格林斯潘最辉煌的时候。



格林斯潘与金融市场

作为一名决策者，格林斯潘的可信度在 20 世纪 90 年代得到了提高，而专业的投资界人士对他的恐惧心理也随之上升，他们担心他会说什么以严重影响资产的价值，甚至在几分钟之内。专业投资者会仔细聆听任何一个随时可能改变利率导向的暗示。他们也知道，利率高涨或低落通常是成串或连续出现的。然而，哪一个才是序列的最后一环——至少从中期来看，它还预示着货币政策导向的"永久"改变。专业交易者对于"转折点"信号或者重要的政策改变非常警觉，因为它提供了投资道路上的红绿灯。美联储会对未来的货币政策给出一个"有偏"的信号，或者声称目前是"中性"的。投资者经常会等待格林斯潘的声明，并不急于在市场上采取大的行动，因为害怕未来货币政策导向会出现明确的转移。或者，他们会期待格林斯潘什么都不要说，这样就可以消除悬在金融市场的交易者头上的阴影。

在诠释格林斯潘的话时，适当的谨慎是必要的，因为"坏消息"可能对市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



场来说是好消息，而"好消息"可能实际上变成了坏消息。这有点像戈迪洛克斯(Goldilocks)经济——"不要太冷，也不要太热"。债券投资者想听到的是关于经济的"坏消息"，即通货膨胀较低，从而降低利率。因此，投资债券的收益会增长。同时，股票价格通常会上涨，但是需要一个滞后期，因为未来的利率水平保持低位。因此，没有经验的投资者在估计格林斯潘的话对市场的影响时，需要小心谨慎。关于增长、产能利用、零售额、耐用消费品支出等太多的好消息可能引起利率上升，因而吓跑了债券投资者。这时，股票买家必须决定是否忽视债市的波澜，是否购买股票。戈迪洛克斯经济的这种反常行为表示，实际是坏的、衰退的消息或者过去不景气的信息可能意味着近期会降低利率，由此，华尔街的爆发会透过平静的债市而到来。毕竟，华尔街更关注的是未来，而不是过去。

某些暗示或信号会影响交易者行为的例子常被格林斯潘用作参考，来处理当前或未来通货膨胀过热、需求持续超过供给、工资压力、劳动力市场紧缩、就业机会创造、失业率、经济增长过快、总量不平衡或出现通货紧缩压力等问题。任何一个关于通货膨胀在减弱的暗示都可能变成利率下降的预期，从而成为买进股票的信号。然而，这种暗示也可以从负面的角度来理解，即不平衡是不可持续的，过度需求对有限的资源会产生压力。因此，存在着长期利率会上升的风险。当然，投资者之间的流传名言就是格林斯潘所说的"非理性的繁荣"。某些信号很清晰，而另外一些则不是，也许是因为格林斯潘抽象或假设性的讲话方式。也正是因为如此，格林斯潘的话非常容易被投资者误解。

有哪些例子说明格林斯潘的话推动了市场呢？首先，我们应该考察那些道—琼斯指数处于最高或几乎一直处于最高的时期，这虽然有点巧合。这位主席有着与投资者热情对着干的习惯，在 1994 年、1996 年、1997 年——这些都是美国股市创纪录的年份——格林斯潘通过提高利率或者通过他的言论使市场回落了下来。

公司治理失败的代价有多大？

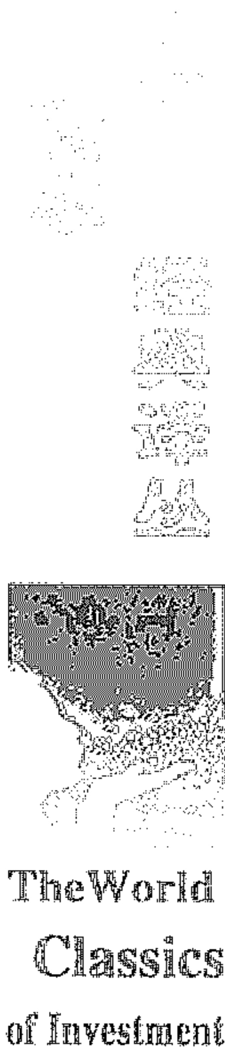
人们不能忽视经济刺激对激励经济代理人努力工作所起的重要作用。例如，很多美国的首席执行官都享受着丰厚的以股票期权为基础的薪酬。将代理人的努力调整到与委托人的意志相一致的最终目标意味着，如果公司的股票价格能够达到某种高度，首席执行官就可以获得数百万美元的股票期权。那时，首席执行官的收益将通过期权以指数收益增长，而股东的收益只能通过持有主要股票以算术收益增长。如此强大的激励对提升股票价值是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效的，因为首席执行官自身的利益起着重要的作用。然而，股票价格提升的手段是存在很大问题的，例如操纵会计账户、威胁审计人员、让董事会沉默，或者大量借款回购公司股票。这种股价操纵的代价是极其巨大的。美国公司的可信度直线下降。2002 年这一年因公司丑闻和媒体大肆揭露而变为特别糟糕的一年。丑闻的硝烟还没有散去，投资者由于新近的报表不可信而纷纷不愿意持有股票。当美国公司梳理出会计和审计标准后，债券才得到了良好的支持。直到 2004 年，投资者逐渐淡忘了糟糕的公司治理标准，伊拉克战争之后，股票再次出现了反弹。也许美国公司这种要求提高专业管理和会计标准的震动来得过迟了？

美联储的敌人：是通货膨胀还是通货紧缩？

宏观经济给人们发出了一个清晰的信息：通货膨胀是人们无法容忍的。它是一个摧毁文明的强大的寄生性祸害。不幸的是，这个信息只是一维的，并被人们过分地渲染了。我们的目标应该是适度的价格稳定，既没有通货膨胀，也没有通货紧缩。在美国最近的金融史上具有讽刺意义的是，商品价格的膨胀率非常低，而资产价格的膨胀率却相当高。美联储更关注的是商品价格的上涨，就像教科书上写的那样。这种类型的通货膨胀一直是比较温和的，美联储始终有能力将利率控制在低位，在“9・11”事件之后还更低。美联储的货币政策一直是建立在“以利率为目标”的基础上的，相信货币成本可以影响消费和股价。然而，低利率的副产品是货币流动性的不断累积，正是这种流动性的积累导致了 20 世纪 90 年代股价的大幅上涨。随之而来的是，单单利用利率来控制已经失控的资产价格膨胀变得极其困难。美联储很有可能根本就无法通过利率来遏制股市泡沫，因为所要求提高的利率已经远远高于实体经济可以承受的程度，除非坠入衰退。在股市泡沫期，一个更有限制性的影响因素应该是降低货币总量的增长。相反，既然泡沫已经破裂，衰退的恐惧已经成为现实，那么格林斯潘强调依赖货币流动性政策是有道理的。毕竟，利率的大幅下跌总有停止的时候，那么增发货币就将是下一个措施。格林斯潘认为，美国近期的担忧是通货紧缩，因而迫切需要再膨胀，即使这意味着短期温和的通货膨胀，关于这一点，他也是正确的。他不想看到日本的通货紧缩之病扩散到美国。



从 1929 年泡沫中吸取的教训是什么？

市场通常会良好地运作，并在大多数情形下具有一定程度的理性。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而，1929 年的崩盘暴露了美国金融和管理系统的诸多弱点。从中我们已经了解到，货币政策的实施和对时间的掌握，对一个国家的经济健康发展是至关重要的。如果美联储在 1928 年能够更快地提高利率，更快地紧缩信贷，那么 1929 年的崩溃很有可能更加接近于软着陆。如果美联储在股市崩盘之后的回应能够更有利于货币流动，那么就不会有那么多信贷挤压和利率上升的压力，也就不会有那么多出售股票的压力。这样，泡沫也许会更缓慢地收缩和消除，对经济的实体部门就不会有重大的影响。对美联储政策性错误的谴责四溢，指责美联储走错了路，没能提供足够的实际货币供给，反而过多地推动了有害的资产价格和总需求的上升。由于这种政策，经济崩溃因为经济体需要一个“最后的贷款人”而成为了现实。美联储吸取了这个教训，力求确保：当实体经济有真实的溢出风险时，仅在资产市场处于紧急状态下，才及时地追加流动性资产。1987 年的崩盘就是一个很好的例子，甚至在 1997 年的亚洲金融危机中也是这样，为了确保投资者的需要，货币政策非常谨慎地放松了。

然而，美联储对信用创造过程的控制是不完善的，因而缺乏抑制投机爆发的能量。美联储对美国金融体系更加严厉的管制，可以说是 1929 年经济危机带来的间接成果。股票交易规则中的致命缺陷也得到了暴露。经纪人获得的过于慷慨的贷款利息差价成为导致那次危机的一个主要原因，这种差价在 20 世纪 30 年代高达 50%。即使是这样，在 20 世纪 20 年代，投资者的投机渴望和使用高杠杆率的渴望都没有受到限制。高杠杆率和缺乏对风险的正确评价，已经成为股市有史以来长期的偏差。就像 20 世纪 20 年代的投资信托公司有强大的定价力量一样，共同基金在 20 世纪 60 年代也获得了类似的力量。关于个人和公众的借贷利差的危险，并没有得到真正的认识。信用创造过程的不稳定性过去已经困扰了——而且在将来很长的一段时间内还将继续困扰着——整个经济体系。

日本的混乱和通货紧缩：美国可从中学到什么？

20 世纪 90 年代日本经济的不幸以及复苏的失败，在很大程度上可以追溯到 20 世纪 80 年代的资产价格泡沫和随后的宏观经济管理失误。日本有两块经济乌云笼罩着 20 世纪 90 年代的大部分时间——资产价格过高和负债过高。资产价格崩盘引起了巨大的通货紧缩，破坏了公司部门的资产平衡，进而又转换成实体部门经济的停滞。尽管日本的流动性过剩的起源在某种程度上与美国不同，但流动性过剩的后果不论在过去还是在当前，都是基本相同的：资产价格膨胀，最后泡沫破裂，对经济体的各个方面造成重大反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

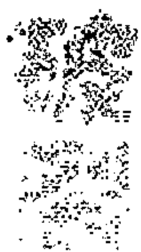
响。对于美国来说，最值得关注的是，日本金融部门是如何通过管理不良贷款和在公司高风险的环境下扩大信贷来应对资产价格长期过低的状况的。其次，日本政府是怎样帮助因资产负债表被毁坏而不知所措的金融部门的，以及如何恢复已失去的信心的。第三，日本的传统政策是如何被有效地用来激活消费以应对螺旋式通货紧缩的背景的。美国政府可以从日本金融噩梦中学到他们"没有去做"的东西。到目前为止，通货紧缩所带来的窒息效应在美国还没有被感受到，这正是因为格林斯潘在泡沫后期较早地增加了货币供给。资产价格和商品价格同时收缩的情形目前在美国没有出现，应该说还没有到来。

巨大的政策推动力：是否强大到可以带来持续增长?

美联储很长时间都在实行扩张的货币政策，目的在于创造一个廉价的信贷环境，从而刺激经济。就像我们前面讨论过的一样，联邦基金率已经达到了历史的低位，然而私人部门投资的复苏还是很缓慢。对利率敏感的耐用消费品的销售额的确上升了，但这在很大程度上是积极的营销策略所起的作用，汽车制造商也在"9·11"事件之后立即开始清算现存的股票。居民们利用低的和正在下降的抵押贷款利率重新购置房屋。额外的流动性资产在一个上升的市场环境中很容易获得，并用于购买房屋等相关商品或一般的消费品。还有一些其他的渠道使低利率变得更有效，譬如降低美国公司支付给银行的净利息，或者减少公司债券和国家债券收益的差距。在格林斯潘大幅降低利率之前，公司债券的收益高得惊人，部分原因是投资者要求较高的风险回报，他们也担心几家美国大公司那种毫无理由的退休金负债问题。因此，筹资成本在2000～2001年极其高。难怪美国公司不愿意进行重大投资。不仅是因为预期的回报率差且不可见，更是因为筹资成本在后泡沫时期高不可及。

尽管前面提到低利率对消费的影响很大，然而，私人部门投资对此的反应却无声无息。增长理论强调现代资本、新古典资本和高资本—劳动比对刺激中期经济增长的重要性。追加资本存量的滞后期越长，资本存量的效力就变得越差。技术进步推动着长期增长，但即使这样，也通常是以某种方式体现在资本货物上的。分析家经常强调过去的经济复苏和资本消费的复苏所起到的核心作用，因为它会给整个经济带来乘数效应和连锁反应。为什么这种复苏会不一样呢？事实上，受抑制的私人部门投资的复苏是任何美国潜在经济复苏的软肋。由于制造业过剩的生产能力仍然很高，工作岗位减少严重，因此，不久的将来并不乐观。当现有的生产能力很大，而且足以应对任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



规模的最终消费品需求上升时，公司为什么要投资新的生产能力呢？

而且，20 世纪 90 年代的过度供给既包括了过度投资，也包括了错误投资，即太多的钱被用于所谓的投资领域，而这些投资领域，如果有的话，也永远不可能生产出与人们期望相一致的回报率。大量的投资，特别是在科技和远程通信狂热的时期，浪费从未减少过。雄心超过热心，衰败很快接踵而至。项目瞬间变得一文不值。这种错误投资是如何影响今天美国公司的呢？它动摇了它们的信心，破坏了它们的资产平衡，激怒了它们的股东，也降低了它们从银行获得贷款的能力。大公司的首席财务官受泡沫后果的影响而变得非常吝啬。不仅处理过去过度的投资需要时间，而且在经济衰退的环境中寻找新的、有利可图的投资机会也变得更加困难。大公司还面临着外加的累积制约，它们等待着其他大公司打出旗号打算进行更多的投资，在它们成为更加积极的投资者之前充满着一种"等待与观望"的博弈。这种悲观和延迟主要出现在 2000～2002 年间，随着公司债券回报率和政府债券回报率之间差距的缩小和股票价格的上升，在 2004 年，美国公司在考虑未来责任的问题上也变得不再犹豫了。

在财政方面，美国政府通过国会颁布了一项激进的减税并鼓励消费的法案。这个《经济增长和税收改革调节法案》(Economic Growth and Tax Reform Reconciliation Act)的主要内容如下：

- 降低边际所得税率
- 儿童税收扣除
- 已婚共同收益扣除
- 加速折旧
- 增加小企业的费用列支
- 个体资本收益率减低
- 降低对红利的征税

这项经济增长的综合措施的主要目标是减少税收，增加潜在的消费。这既有利于消费者，也有利于企业。例如，边际税收等级从 15%、28%、31%、36%和 39.6%降低到了 10%、15%、25%和 33%。那些有资格进入 10%税收档次的人，可以利用这种有限的收入增加获得额外的消费空间。那些因儿童税收扣除计划而得到较高补贴的家庭，很快就拿到了钱。有共同收益的已婚人群获得了更高的免征税门槛和其他福利。对于投资者来说，资本收益税率分别从现有的 20%和 10%降低到了 15%和 5%，这将鼓励他们买卖股票。类似地，废除股票红利的双重税收是人们长期以来所期盼的，它将鼓励股票的"购买并持有"策略。然而，对持有期有某些合格性的规定。不仅这些新的措施现在有效，而且大多数可以扩展到以后的 10 年，因此，也可以认为是半"永久的"。企业界通过加速折旧补贴而获得喘息的机会，主要针对 2003～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005 年这一时期，降低现在的库存水平是为了给新的耐用品订单的增加做准备。这个刺激作用不可小觑，无论从哪一个新时期的标准来看，它的力量都是巨大的。然而，就像本书中多次提到的那样，使用货币和财政措施来修正收入和支出流，可能不足以抵消资产价格水平给经济带来的严重创伤。而且，过度投资和错误投资可能在新一轮的投资开始之前，需要很多年才能被消化掉，因为过去过度的生产能力仍然在复苏的经济中延续着。因此，资产价格泡沫破裂之后的经济复苏可能需要更长的时间，比通常的存货过度和需求剧减之后的经济复苏要慢。

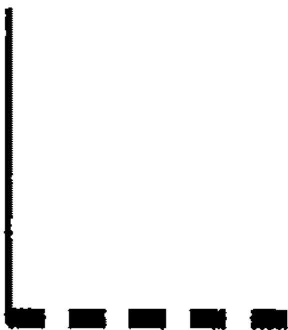
美国经济复苏的条件有多脆弱？

在估计美国经济复苏的强度和长度的时候，有几点理由要求我们必须谨慎。以下列出的是关于美国经济为什么会复苏缓慢的一些"弱点"，它们虽不完整，却提供了一个关于风险可能源自何方的相当宽泛的总结。

- 美国公司的定价能力
- 生产能力的利用
- 劳动力市场的低迷
- 结构性弱点——制造业
- 持续增长的经常账户赤字
- 持续增长的预算赤字
- 收益曲线的长尾现象
- 通货紧缩余波
- 收益加速——有限的？



根据现状可以预测到什么？



现实中存在着许多乐观主义的理由，因为更广泛的世界经济复苏将刺激美国的出口。美元贬值会给进口施加压力。因此，美国的经常账户赤字可能由此开始收缩。政策的推动力大到可以与 20 世纪 60 年代越南战争时期相比。

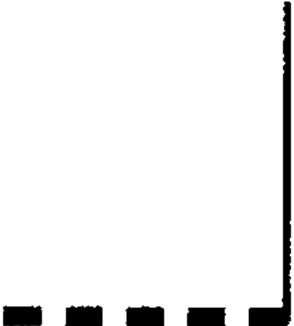
- 世界经济复苏——同步化
- 日本经济复苏？
- 走弱的美元
- 房地产市场的繁荣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 较低的世界利率水平
- 财政扩张
- 中国经济的崛起

是牛市还是熊市的反弹?

从以上的总结可以看出:复苏和衰退——以及熊市和牛市——的两种相反的力量是势均力敌的。看来,牛市会赢,虽然持有怀疑态度,就像格林斯潘所确定的那样,失败不是他或这个国家的选择。然而,美国经济结构的失衡是令人担忧的原因,同时,美国人对负债的渴望也是令人不安的。饱和点可能已经达到,同时一个较长的巩固期可能会推迟投资计划,这将引起股票价格在 2005～2006 年间进入一个平稳的高峰期。



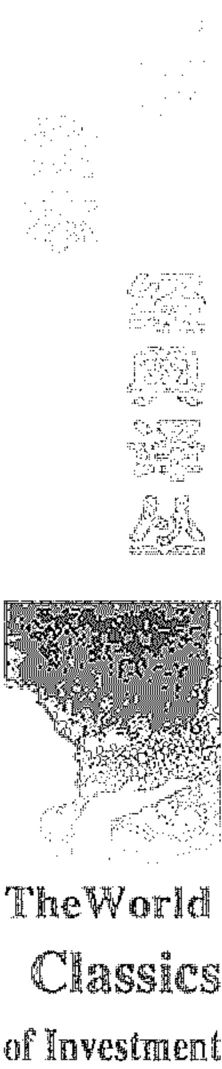
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　美国股市的泡沫时代

引 言

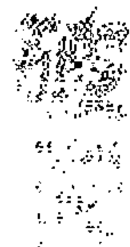
当戈登·杰科(Gordon Gecko)在电影《华尔街》(*Wall Street*)中宣扬“贪婪是个好东西”的时候，他可能只说对了一半——他忘记提及的另一半是：“恐惧是个坏东西。”美国的投资者们不仅听之，而且信之。戈登·杰科(Gordon Gecko,1988)是这样说的：

“由于没有更好的词来代替，‘贪婪’是个好词。贪婪是正确的，贪婪也是实用的。贪婪清晰地勾勒、剖析和抓住了进化论精神的实质。对于生命、钱财、爱情以及知识等不同形式的贪婪，标记了人类世界的繁荣与高涨，这种影响深入到我们的语言中，它不仅拯救了泰尔德纸业公司(Teldar Paper)，并且拯救了出故障的大企业，即美利坚合众国。”



20 世纪 90 年代，美国股市暴涨是由许多关键因素促成的，其中一个因素是，贪婪战胜了恐惧。如果说投资者真的恐惧什么的话，那一定是恐惧自己错失了在股票市场获利的良机。持续如此长时间的股市飙升是在美国金融史上的任何时期都无法比拟的。先前也出现过股市的繁荣，特别是在 20 世纪 60 年代的黄金时代，遑论大危机前的 1928～1929 年，但繁荣时间没有一次堪比 20 世纪 90 年代末。然而，20 世纪 90 年代股市的繁荣超越了繁荣本身，它更像是泡沫，或者说对股市获利的陶醉——最终难免破裂。更有甚者，这次泡沫其实是三路并进的——因为美国债券市场和美元市场也加入了这次盛宴。不幸的是，泡沫破裂以后总会出现实体经济活力和就业增长的严重下滑(如果不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是致命性的话）。美国的政策制定者，尤其是格林斯潘，有些怀疑美国20世纪90年代末的股市狂奔，因为他们的一个内在担忧是，泡沫的突然破裂将会给实体经济、民众福利以及美国普通民众的退休金计划造成巨大的冲击。就像1929年的股市崩盘给美国普通民众的生计造成严重影响一样，现今美国股市的崩盘也会给美国的中产阶级造成广泛的危机。这些恐惧在2000年部分地成为了现实，当时美国股市下跌，并由此步入了3年的熊市时期。股票市场泡沫的破裂及美元的走弱使得人们担忧经济会陷入严重衰退。日本经济泡沫的破裂带来的深刻教训是：日本经济在股市泡沫破裂之后萎靡了多年。我们可以回溯得更久远一些——正如《圣经》中的一个故事所言——约瑟夫（Joseph）曾声称，埃及会在经历富庶繁荣的7年后，迎来凋零贫穷的7年。套用于此，我们也可以认为，美国经济虚假繁荣之后可能是持续多年的经济衰退和停滞。

在本章，我们将向后追溯股市的历史，并考察引起股市泡沫的主要根源。证券经纪商们极力鼓吹这样的历史事实：从长期来看，股票投资的收益要明显高于其他大多数（如果不是全部）投资类型的收益。此即著名的股权溢价之谜。因此，经纪商们就提出了一个“买入并持有”策略，更准确地说，是“买入再买入”策略。华尔街被描述成一个单行道，买入时机并不重要，只需买入并坚持持有即可获利。逢低买入是另一个主要的投资策略。本章还将阐述另一个重要的金融概念——“托宾（Tobin）Q比率”。当股市价格上升时，相对于公司净价值，公司有激励去投资相对较为便宜的实物资本。这种替代效应最终导致股价下跌，并且Q比率回归。因此，较高的Q比率作为“预测工具”，在泡沫时期成为股市估价将要大幅下降的警示信号。从本质上讲，市场就好像在一个走廊里交易——尽管走廊很宽——最终市场还是会自我矫正。这样，我们便在华尔街投资哲学中得到两种相悖的投资策略：一种为买入并长期持有策略（单行道），另一种为逆向投资策略（双行道）。

现在我们知道，2000年美国股票市场自其高位而下跌。我们也知道，在2001年“9·11”事件之后，美国股市非常动荡。现在我们还不知道的是，美国实体经济会在多大程度上复苏，以及企业的盈利状况的好转是否能足以引导股市在2005～2006年的持续反弹。而这在很大程度上取决于实体经济的自我矫正能力——推动股价上涨——以及股价和股市回报是否出现对长期趋势的回归。

在本章，我们将通过对美国股市的卓越表现进行深入考察，并为本书主要内容的分析奠定基础。

泡沫的根源

就像大不列颠王国依靠其在技术及商业上的优势而占据世界统治地位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近150年之久一样，美国也在20世纪占据了世界霸权地位。美国积累了巨额财富，由此产生的杠杆力量导致金融市场从而实体经济的失稳，使得所采取的合理的稳定政策变得更加复杂。另外，经济的增长并不意味着经济的稳定。恰恰相反，尽管美国在20世纪90年代曾保持多年的高增长局面，但是，经济增长和宏观经济稳定之间依然存在着明显的此消彼长的关系。在这一易于产生波动问题（通俗地讲，就是繁荣与破裂）的经济体系中，美联储被授权抑制通货膨胀，并维持经济稳定。为什么经济中不断出现高涨与萧条的交替依然成谜，但美联储必须就是否应该平抑或者减小"商业周期"的影响这一问题做出价值判断。颇具讽刺意味的是，20世纪美国社会的大规模财富创造均伴随着经济的不稳定，这种不稳定包括产出及就业，还包括资本市场（尤其是股票市场）。资本市场的投机在一定程度上根源于经济中的货币流动性，即不仅仅限于货币供应的增加、宽松的信贷政策或边缘贷款，还包括积累或存储的财富。美国的这些丰裕储蓄和大量资本需要寻找投资场所，这也在很大程度上造成了20世纪90年代的股市泡沫。

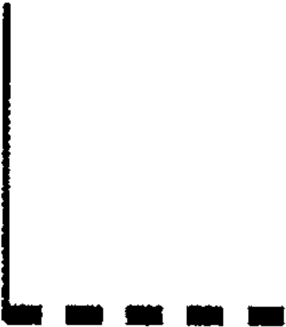
在20世纪80年代末，日本国民财富的大规模积累（其中很大一块来自出口）导致大规模的资本价格泡沫。和日本一样，美国经济也经历了程度相似的资本市场泡沫。虽然泡沫形成的原因异常复杂，但是，美国国民及国外居民的巨额财富积累是导致最近资本市场泡沫的一个重要根源。以下是各种因素的汇总：

金融因素

- 货币供应或信贷供应的快速增长
- 国外资本的流入
- 地缘政治的影响
- 边缘信贷或金融杠杆
- 较低的长期利率
- 较低的通货膨胀率
- 较低的风险溢价率

行为因素

- 有偏的资本利得税法
- 人们对债券而非股权的偏好
- 较差的公司治理水平
- 股票期权
- 当日交易制度
- 篷齐对策(Ponzi games)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实体因素

- 较快的产出增长率
- 对产出增长的预期
- 对每股盈利增长的预期

对于以上提到的引起泡沫的原因，我们将在第四章进行详细分析。在本节，我们共提及引起泡沫的三个方面的原因，即金融、人们行为以及实体经济。我们有很强的理由可以说，金融及人们行为对股市泡沫形成的影响要远远大于实体经济的影响。股票价格与实体经济基本面的背离程度就是泡沫程度——表面繁荣或曰亢奋，这些基本上不能支撑股价长期维持在天价水平。

股市为何存在泡沫？

美国实体经济的基本面无法解释 20 世纪 90 年代美国股价的暴涨。20 世纪 90 年代，美国股票价格上涨了 6 倍，而劳动生产率仅上升 2 倍。这种巨大的升级差距可部分地通过投资者应对有偏误的经济激励所表现出的行为来解释，因为其中某些行为完全没有真实基础而纯粹是投机。投资者理性的反应都是基于税收激励、对 CEO 的慷慨股票期权激励、公司所得利润的运作、低利率、低通货膨胀率和较高的预期劳动生产率增长所做出的。

然而，金融的力量没有得到足够重视。这种力量包括：大量的资本流入美国的股市和债市、美元泡沫、地缘政治力量将资金推向美国市场、高水平的公司金融杠杆、对投资者发放保证金贷款以及货币供给和信贷的快速增长。

著名作家希勒(Schiller，2000)指出，这种升级差距是由于繁荣和包括投机与贪婪在内的行为力量所促成的。与所有泡沫时期一样，这些力量都是貌似可信的原因，然而，真正点燃并使投机之火熊熊燃烧的燃料，却是货币流动性过度及信贷增长。另一位著名学者西格尔(Siegal，2000)也指出，诸如降低资本赋税、降低风险回报、降低交易成本以及降低给予股票持有者的分红比率等经济激励的偏误和变化如此之大，以至于股票市场成为了一个“单行道”。本书着重强调金融和外资流入因素的重要性，这才是引起股票价格暴涨的主要原因，这种因素远远超过了原始实体经济的基本面所能给出的解释。除此之外，股票价格的飙涨可以归因于心理和行为的因素，正是充足的流动性点燃了投机之火。

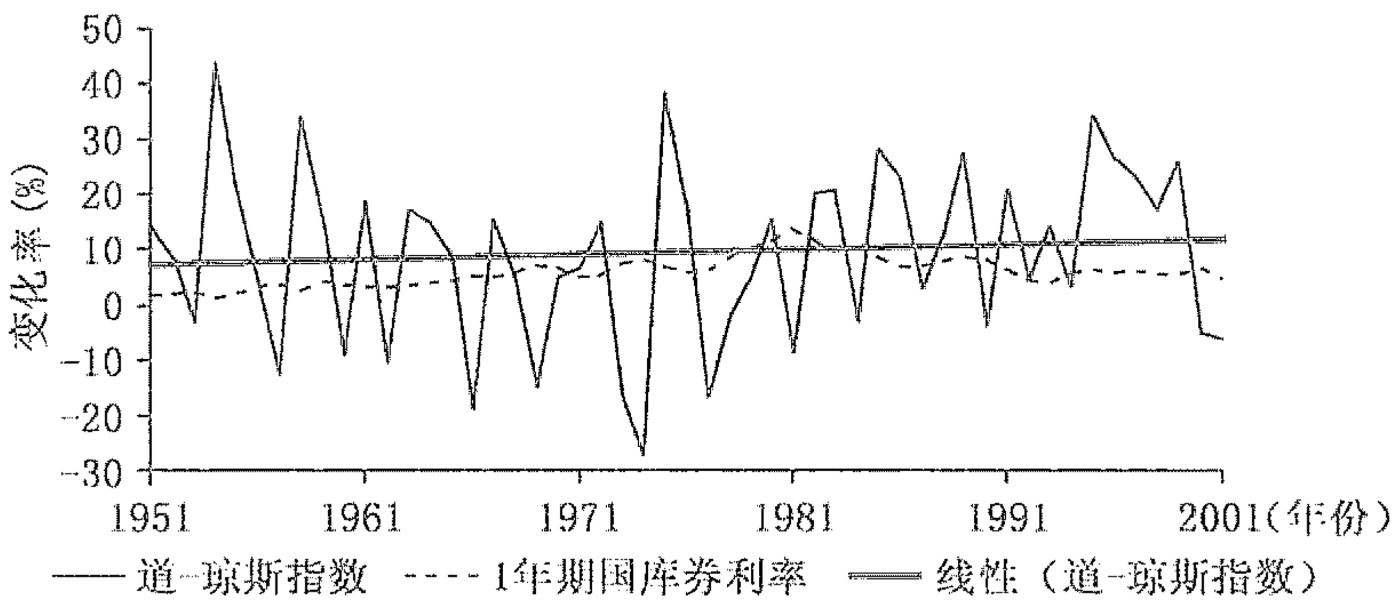
投资股票还是投资债券？

后见之明是上帝给经济学家和全世界的礼物，我曾经使得 CNBC 电视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台"财经论坛"(Squawk Box)的马克·海因斯(Mark Haynes)兴奋异常。在较长一段时间里,股票收益率超过了很多固定收益理财产品的收益率。尽管股票价格剧烈波动,并且股息分配亦不确定,但股票收益率仍远高于固定收益证券的收益率。人们之所以接受较高的风险,是源于股票的收益率高于债券的收益率。然而,较高的股票收益率是以资本利得和分红为基础的。

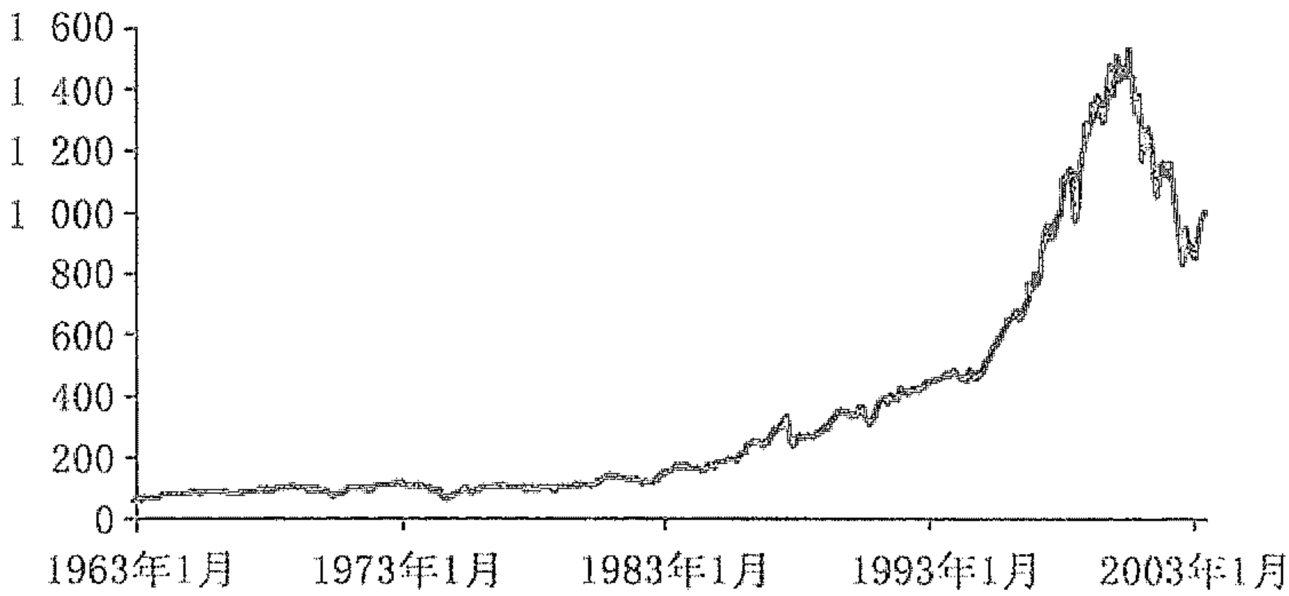
如图 1.1 所示,除了 1981 年的短暂时间之外,道—琼斯指数的平均涨幅(黑色直线)一直高于 1 年期美国国库券的名义收益率。因此,对于一个"买入并持有"的投资者来说,当他知道资本收益将大于 1 年期国库券收益率时,可以借入资金并持有道—琼斯股票组合。而且,红利收益的增长将使该保守的投资者获得的综合回报更高。正如我们后面将要讨论的,股票投资的一个无风险的替代品是 30 年期债券,它是股票价格走势的主要决定因素。而 10 年期债券也是一个重要的基准选项。



资料来源:美联储。

图 1.1 道—琼斯指数年百分比变化与 1 年期国库券利率的比较

如图 1.2 所示,标准普尔指数的表现也非常抢眼。粗略统计,标准普尔指数从 1960 年的 40 点左右上升至 2000 年的 1 500 点左右。即使扣除了同期通货膨胀的影响,标准普尔指数这样的增长速度依然能够带来高额的收益



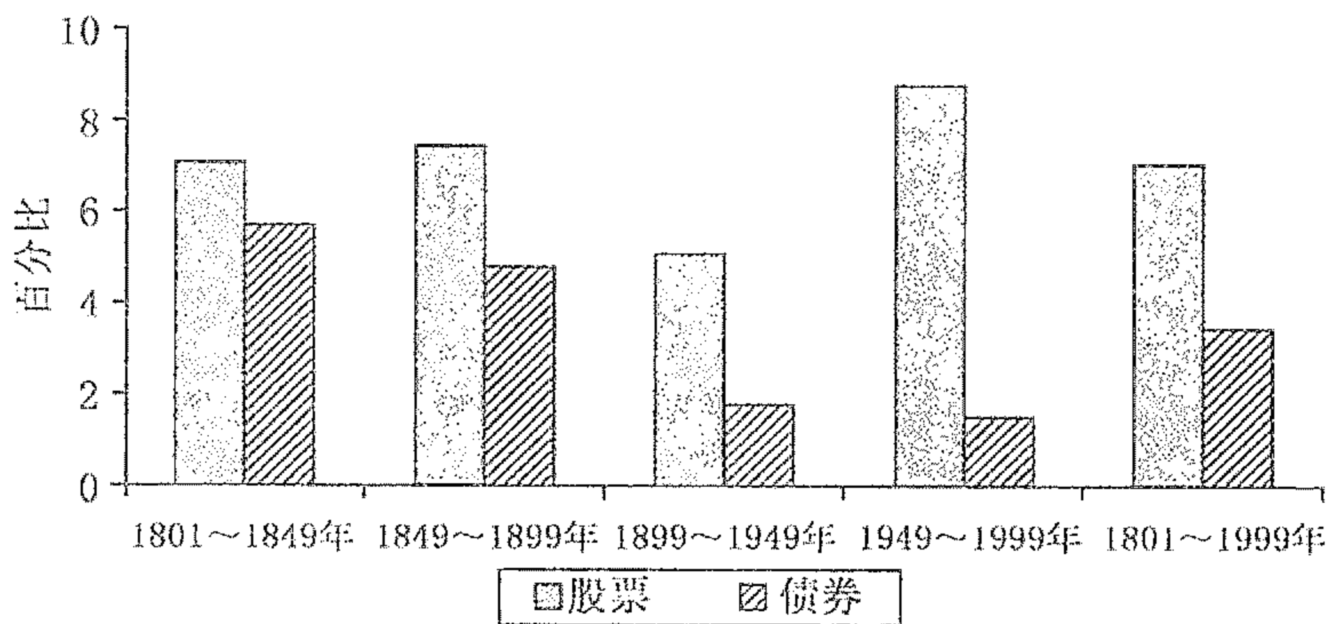
资料来源:纽约证券交易所。

图 1.2 标准普尔 500 指数(1963 年 1 月~2003 年 7 月)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率。在很多年份中，标准普尔指数都是跟随道—琼斯指数变动的，且其平均收益率也大抵相近。从图中我们可以看到，标准普尔指数在2003年初经历了较大幅度的下跌，跌至800点的低位，只是到了2003年末，该指数才出现令人瞩目的反弹。

股权溢价重要吗？从20世纪的大部分时间来看，确实重要。从更长时间来看，投资股票的平均收益率也超过了投资债券的收益率。如图1.3所示，在1949～1999年期间，股票市场产生了平均8.8%的收益率，而债券只有1.5%的收益率，溢价明显。类似地，在1899～1949年这50年里，股票市场产生了5.1%的收益率，而债券却仅有1.8%。即便是在19世纪，股权溢价尽管不高，但依然显著。西格尔(Siegal，2002)的研究显示，第二次世界大战之后，投资股票的收益率在7.1%左右，而投资国库券及债券的收益率仅为1%左右，前者高出后者近6个百分点。这一重要历史事实成为20世纪90年代经纪商鼓动人们投资股票的重要借口，他们宣称，股市是单行道。然而，西格尔的研究也显示，虽然在长期，股票收益率显著高于债券，但是，这种变化在短期却并不明显，在5年里平均有2年债券的收益率要高于股票。因此，就存在这样的时机：一些害怕风险的投资者会卖出股票而买入债券，尽管把握这种时机既困难又关键。



资料来源：西格尔(Siegal，2002)，宾夕法尼亚大学。

图1.3 股票和债券实际收益

因此，为什么在如此长的时间里，投资股票的收益率均高于债券呢？这也就是金融学中著名的股权溢价之谜。也许投资者是风险规避性的，谨慎的投资者在很大程度上存在无谓的悲观，这部分源于对1929年大萧条残存的恐惧。因此，需要解释的事实并不是股票收益率为何如此之高，而是固定收益债券的收益率为何如此之低。为什么投资者对股票出资不足，而对债券出资过度？股票投资者(风险容忍者)和固定收益债券投资者(风险规避者)的类型非常不同，因此，这种投资者信念的异质性或许可以解释，为什么会出现如此之高的股权溢价。

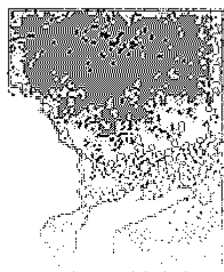
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

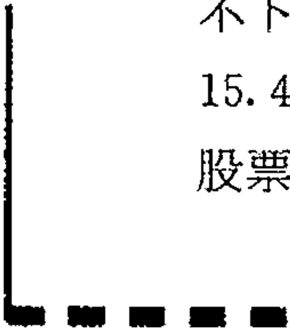
在 20 世纪 90 年代，股权溢价大幅下降，从 20 世纪的平均 6%下降到 3%左右或更低。何以至此？例如，尽管在 20 世纪的大多数年份中，股息—股价比值大致在 4.7%左右，但是，在 1999 年的标准普尔 500 指数达到最高时却仅有 1.5%左右或更低。西格尔（Siegal，2002）的研究显示，历史上 7.5%的收益率是包含交易成本的。因此，随着技术的进步，交易成本不断下降，实际的收益率应该在 5%左右。霍尔（Hall，2002）提供了关于股权溢价之谜的另一种解释。他认为，对无形资产的投资非常强劲，因为美国公司在这一新的全球经济中占有特殊地位，使其拥有充足的资本来扩张和控制市场网络，这是因为美国较其竞争者拥有更强大的知识产权游说团体和技术优势。而富有远见的投资者欣赏美国跨国公司的策略，乐意支付溢价，以买入这一未来的全球性分红的资金流。毫无疑问，霍尔的这种解释更加有力和深刻，这一观点更有远见，更加宏观。

在 20 世纪 90 年代后期，"股权溢价之谜"似乎已经不再是一个谜团，当时溢价完全消失。即便不存在明显的溢价，固定收益债券的收益率平均高于红利回报率高达 3 个百分点，但投资者并没有改变他们的投资组合，依然选择持有股票。基于此，溢价在 20 世纪 90 年代末已经变成折价。或许投资者对资本收益的预期过于乐观？当债券收益率连续好几个月高于股票收益时，股市崩盘已经不可避免。2000 年之后，风险溢价再次扩大。

荒谬的股票估值

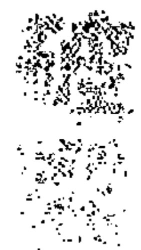






如表 1.1 所示，美国股市的市盈率（P/E 比率，即标准普尔指数与平均每股收益之比）连续三年刷新峰值：1997 年为 22.2 倍，1998 年为 27.2 倍，1999 年为 28.4 倍。实际上，在某些月份，市盈率一度达到 30 倍以上，而道—琼斯指数股票和纳斯达克指数股票的市盈率甚至更高。在 2000 年市场下跌的时候，市盈率缓慢下降，2000 年达到 23.5 倍，但是，在 2001 年又回升至 29.5 倍，只是在 2002 年又下跌至 19.1 倍。在大多数年份中，股票的收益率[E（%），表中第 7 栏]低于无风险 10 年期债券的收益率[Y（%），表中第 8 栏]，这反映了投资者对资本收益的乐观预期。然而，股票价格的上涨速度并不能一直领先于每股收益的增长速度。在 1997～1999 年的牛市中，尽管股票价格平均每年上涨 25.7%（表中第 3 栏），但每股收益每年仅增长 8.5%（表中第 5 栏），股市不能也没有因为每股收益的微弱涨势而证明自身。股价不得不下降，事实上它们的确下降了。在 2000～2002 年期间，股票指数平均崩盘 15.4%（表中第 3 栏），同期每股收益也以 1.23%的速度下滑（表中第 5 栏）。股票指数下跌的原因可归结为 1997～1999 年间股价相对于每股收益过快增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



长的一种回调。而在 1996～2002 年间，每股收益表现平常，股票指数表现又回到了正常轨道。在这 6 年中，每股收益(EPS)以每年 3.6%的速度增长，股票指数平均以每年 5.1%的速度上涨，之间仅相差 1.42 个百分点；而在股票高涨时期，它们相差 3 个百分点之多。因此，当每股收益不能保持持续快速增长时，标准普尔指数的自我矫正功能便开始显现。我们应该记住，每股收益的增长才是股票价值的最终决定因素。

表 1.1　　不同的收益率

年份	S&P	%	EPS $	%	P/E	E(%)	Y(%)
2002	879	−23.2	46.0	18.5	19.1	5.41	4.61
2001	1 148	−13.0	38.8	−30.8	29.5	3.39	5.02
2000	1 320	−10.1	56.1	8.6	23.5	4.26	6.03
1999	1 469	19.5	51.6	16.7	28.4	3.52	5.65
1998	1 229	26.6	44.2	1.2	27.7	3.61	5.26
1997	970	31.0	43.7	7.6	22.2	4.50	6.35
1996	740	—	40.6	—	18.2	5.49	6.44
平均		5.1		3.6	24.1	4.31	5.62

资料来源：美联储和纽约证券交易所。

当然，我们还不能忘记在前一节提到的 10 年期债券利率，它也可以作为股票价值的一个“锚”存在。如果 10 年期无风险债券利率为 4%的话，那么，风险中性的投资者即可接受 25 倍左右的市盈率。或者如果无风险利率为 5%，则股票的市盈率可以达到 20 倍。以此类推，我们就可以得到无风险利率与市盈率之间的对应关系，看其是更接近 7%的无风险利率(相应的市盈率为 14.4 倍)，还是更接近 3%的无风险利率(相应的市盈率为 33.3 倍)。我们知道，2004～2005 年间，10 年期债券的无风险利率可能不会为 3%，所以我们没有理由认为股票市盈率能达到 33.3 倍的水平。当然，如果我们预期今年的每股收益会提高的话，那么在一定程度上也有助于提高股市的市盈率。另一方面，2004 年中期的 10 年期无风险债券利率在 4.6%左右，因此，合理的市盈率应该在 22 倍左右。如表 1.1 所示，1996～2002 年的平均市盈率为 24.1 倍，2004 年中期的股票估值低于这个水平。我们也应该注意，在 1996～2002 年间的大多年份，股票市场的收益率低于 10 年期债券的收益率，仅 2002 年这一衰退年份除外。那一年，在发现从股市中获得的资本收益纯属虚幻之后，投资者终于寻得债券市场这一避风港。

泡沫：地缘政治力量起作用吗？

20 世纪 90 年代，有几股重要的外国力量也为美国股市异乎寻常的繁荣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创造了外部条件，其中一股力量就来自日本。日本在 20 世纪 80 年代中期曾经历了巨大的资产价格泡沫，泡沫之甚，似乎摆脱了地球引力。泡沫最终在 1990 年破裂，泡沫的破裂影响了日本几乎所有的金融部门，日本的整个金融业遭受了毁灭性的打击。信贷的供给和需求均近乎枯竭。放缓的贷款资金流和对工作保障的担忧削减了消费者和投资者的支出。简言之，日本的实体经济受到了脆弱的金融系统的严重拖累。资产价格在多年之后仍异常疲软。日经指数也从 20 世纪 80 年代末最高的39 000点下泻至 2003 年的7 800点左右。在 20 世纪 90 年代的大部分时间里，日本的资金大量出逃，并流向更加健康和更有前途的美国股票及债券市场。

东德与西德在 1990 年成功实现统一，可是，此时的欧洲经济却显得不那么景气。尽管东德与西德合并引发人道主义式的欢呼，但债券和股票经纪人却并不开心，原因是，为了吸引资本流入（这对其统一很重要），利率被调得甚高。欧洲经济从 1991 年的衰退中缓慢复苏，失业率仍居高不下，消费者信心指数在做蜗牛式的恢复。总之，由于实体经济低迷，20 世纪 90 年代初的欧洲股票市场表现很差。因此，在支撑美国股价方面，国际因素起了很强的推动作用。

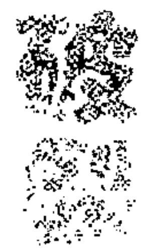
20 世纪 90 年代初期，金融危机相继在俄罗斯、墨西哥、阿根廷及亚洲等地爆发，当地资金大量出逃以寻求躲避危机的场所，这些资金大多选择进入美国的资产市场以及作为“避风港”的美元外汇市场，几乎所有的投资者都选择重仓美元资产。由此，便出现了贝克（Baker，2000）所指的“双重泡沫”(double bubble)：美元外汇市场的泡沫进一步推高了美国股票市场的泡沫。因国外投资者寻求双重资本回报，大量资本流入美国并导致美国的经常账户出现不断增长的巨大赤字，赤字占到了美国国内生产总值(GDP)的 5%左右（如表 1.1 所示），这引起了美国政策制定者的担忧，他们不得不重视导致这一巨额赤字的大量资本流入。为什么？主要是因为美国投资—储蓄之间的缺口加大了，而国外投资者乐意填补这一窟窿。

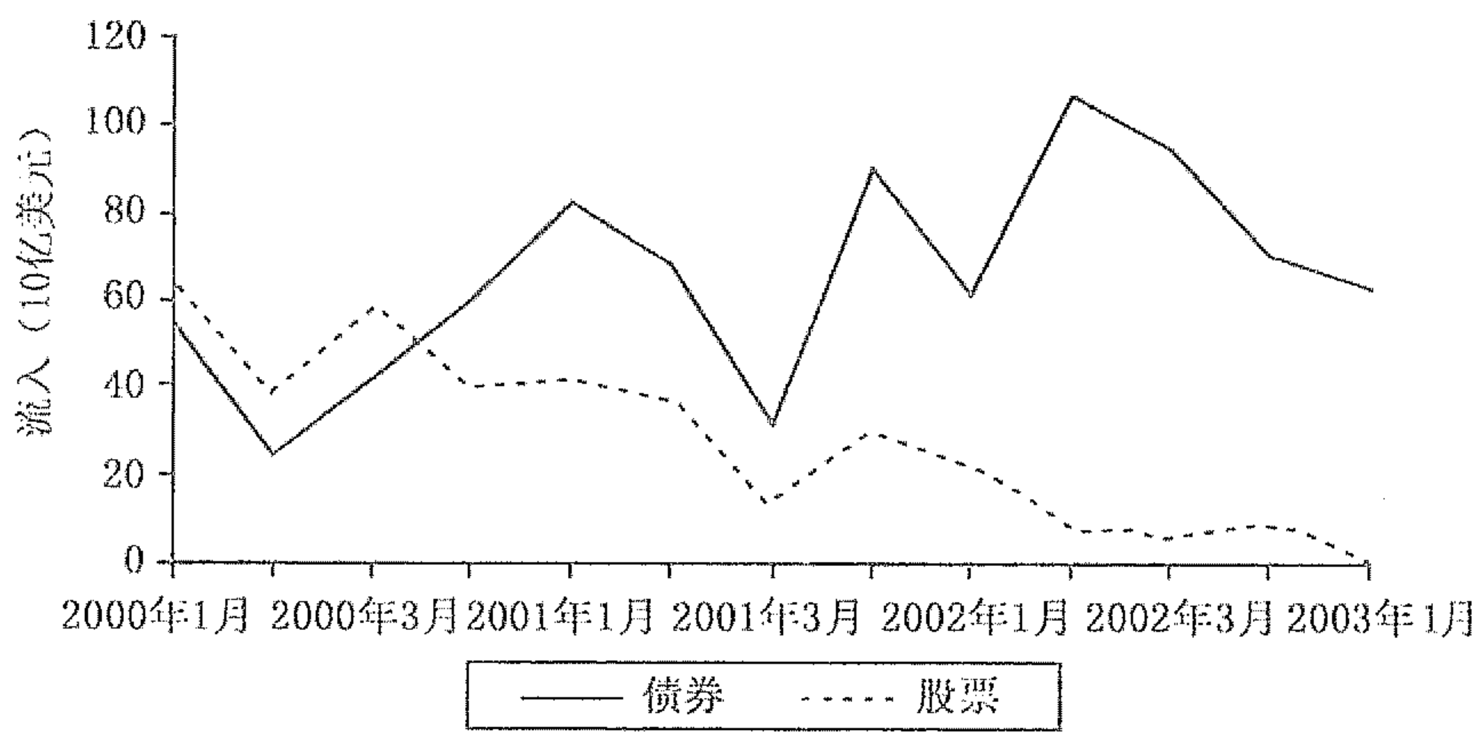
如果说国外投资者受到高收益率的吸引，而美国公司又很有效率地使用了这些资金，那自然令人鼓舞。根据“9·11”事件之后公布的公司盈利、世通公司和安然公司破产等情况判断，答案是“否”。斯蒂格利兹（Stiglitz，2002）对美国这种错误投资时代表示了特别的不满：“本该用于基础研究以改善国家长期增长前景的钱；本该花在改善正在恶化的基础设施上的钱；本该投资于改善市内和远郊教育条件的钱，却都流向了无用的软件、愚蠢的网络和闲置的光纤电缆之上。”危机过后往往出现产能过剩，从而挤压定价能力和利润空间。高科技泡沫的阴影需要很长时间才能消逝。

外来资本的流入是否助推了美国股市的泡沫？格林斯潘（Greenspan，2000）对 20 世纪 90 年代流入美国的巨额外资发表了自己的看法，他指出：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

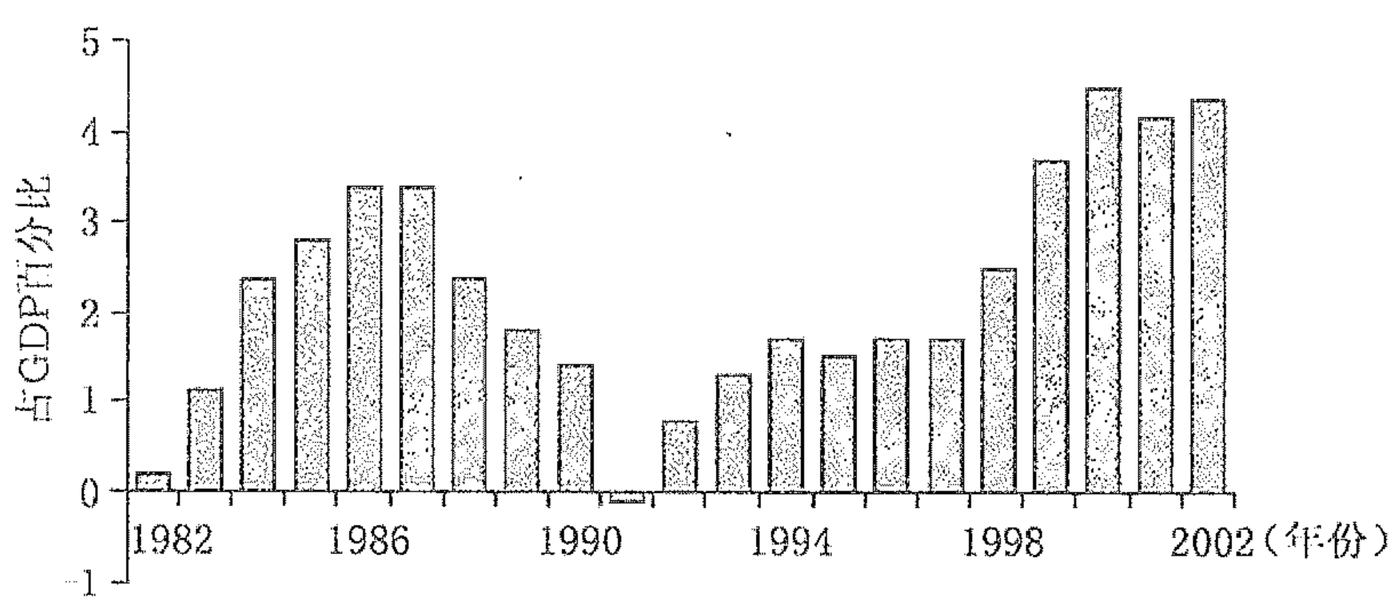
“美国商务部最新披露的数据显示，2000 年第一季度流入美国市场的外国直接投资和资产组合投资的年增长率超过了 1995 年的 2.5 倍。”巨额外部资本的流入正好与 1994～1999 年美国股票市场的跳跃式上升相对应，显示这是一个流动性资金驱动的市场。如图 1.4 所示，在 2000 年之后，情况发生反转，外国私人投资者对美国股票的购买量大幅下降。然而，外国投资者仍坚持持有美国债券。实际上，美国经常账户的赤字与美国吸引外国资金的能力紧密相关。赤字总额始终占国内生产总值 5%之多(如图 1.5 所示)，这无论如何必须要有资金来弥补，或以美元走低或资本流入下降来缩小。





资料来源：美联储。

图 1.4　国外私人投资者对美国证券的购买



资料来源：经济合作与发展组织经济展望(OECD Economic Outlook, 2003 年)。

图 1.5　美国经常账户

虽然美国金融市场凭借其自身优势吸引了大量外国投资者，但是投资于美国市场的国外资本也并非百分之百安全，依然存在着亏损的可能。实体资本的收益率可能不会达到国外投资者预期的高位，在 2000 年，对盈利的失望导致大量资金从美国股票市场抽逃。资金出逃部分是因为投资者担心未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元走低、糟糕的盈利结果以及股市的自我衰落。换言之，不仅投资者对公司盈利前景非常失望，他们对待风险的态度也发生转变，这些因素加速了资本的外流。因此，如果我们一定要找出导致美国股票市场下跌的起因，那一定不外乎是不断走低的美元。并且，我们发现美元的走低与美国股市的三年熊市几乎是同时发生的，这两者互相推动。在 2000 年之后，全球投资者开始抛售其持有的美元资产。

另一方面，美国国内良好的宏观经济状况也是吸引外部资本流入的重要原因，譬如美国的低通货膨胀率、较高的产出增长率等。较低的通货膨胀率导致了较低的利率，波澜不惊的债券市场也使得股票市场的收益更让人产生期待。虽然良好的宏观经济基本面是股市创出新高的重要原因，但是这些都远不及金融力量和投资者行为的力量重要。

股市泡沫：由平稳的债券市场买单吗?

美元外汇市场、股票市场及债券市场之间存在着复杂的联系。历史数据显示，债券市场一般暗示了股票市场及美元外汇市场的行情走势。这是因为债券一般风险较低，且具有固定收益的特性，而这可以作为确定经济中其他资产收益的重要基准。另外，前向思维的投资者还会评估政府政策，并以此来估算未来的通货膨胀率，从而得到对 30 年期债券利率走势的基本看法。因此，债券市场未来的走势对当日的股市交易策略会产生较大影响，例如，如果在股市开盘交易之前或者前一交易日，债券市场下跌，那便给股票交易者传递了买入的信号。债券收益率和股票价格之间反向变动的关系已经在美国近期的金融市场中得到了应验，并且有很强的规律性。

然而，也有例外。例如，在亚洲金融危机中，流入美国债券市场的资金仅是流动性效应而已，而非买入股票的信号。市场中的专业人士并没有被这种假象迷惑。不幸的是，1987 年市场出乎人们意料，债券的收益率上升，但是股票价格却没有下跌，尽管此时的利率也较高。在 2001～2003 年，整个市场充满了悲观和恐惧，投资者们抛弃股票，转而选择低风险的债券，债券价格大幅上扬，使得债券收益率达到了 40 年来的低点。因此，传统的债券市场信号多次失真，或者是因为投资者担忧风险的结果。至于 2003 年初的通货紧缩，则使得美国债券市场出现泡沫，收益率也相应降到历史低点。

就如同前面讨论的那样，外汇市场、债券市场及股票市场的三角关系也可能出现混乱错位的现象。例如，比较难以理解的是，在泡沫时期，美国债券市场及股票市场得到了来自美元外汇市场的强力支撑。到 2000 年的下半年，美元击败了所有与之相关的其他货币。国外投资者大量涌入美国金融市



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场，这不仅是受到高收益的诱惑，而且还受到未来美元可能走强的预期的吸引。1997～2000年间，从国外大量涌入的资金基本上都获得了非常丰厚的外汇收益。简言之，这种三角关系包含复杂的自我强化机制。也许不是一重泡沫，而是三重泡沫！

在2000～2003年期间，这种三重的良性循环演化成了恶性循环，随着美元的走弱，理性的投资者纷纷卖出美元资产，并买进相对强势的欧元和日元资产。为什么要在美元资产价值持续下跌时持有美元资产呢？为什么要在美元持续贬值时持有美元呢？这一时期，美国国内和国外的投资者均转向欧元和日元资产，此时，美国的债券收益和股票回报均告崩溃。

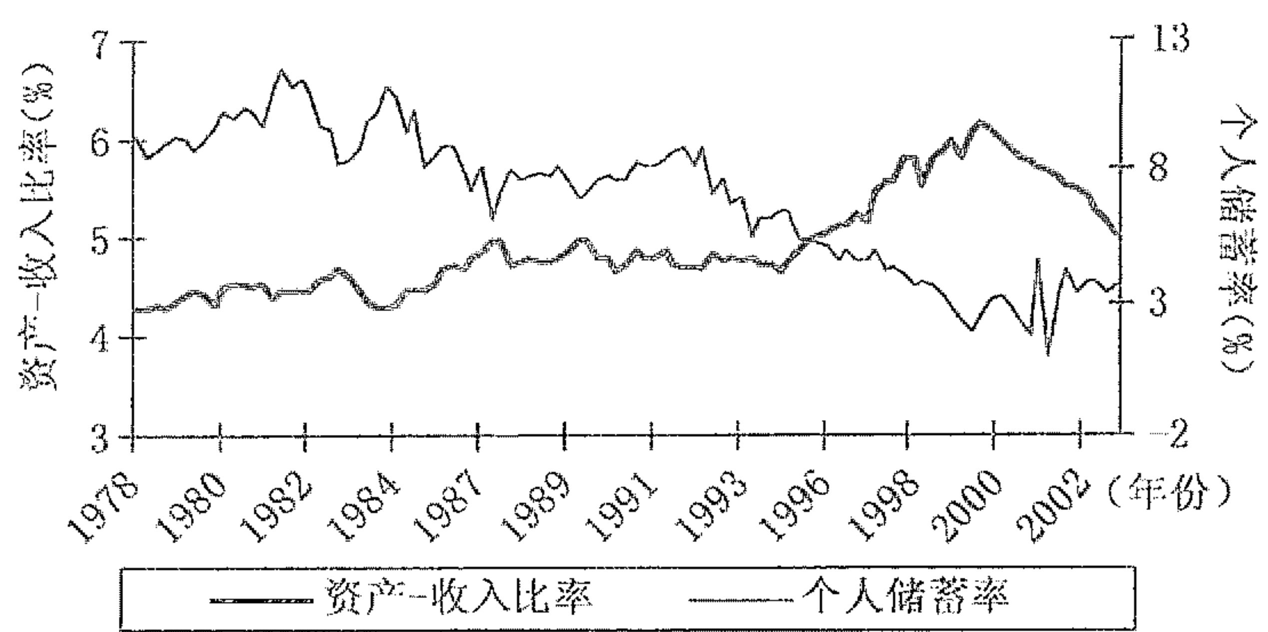
债务、储蓄及其相互转换

美国的信贷市场从来没有像今天这样组织良好且复杂。很多经历了大萧条的较年长的一代人不太乐意使用信贷工具，而是倾向于把钱存起来慢慢攒够，以支付大额定金的方式购买。这种态度主要是在低通货膨胀的年代形成的，因为当时等待的机会成本较低。然而，这种情况在20世纪60年代发生了改变。进入20世纪60年代，美国的通货膨胀率逐渐上升，未来物价将继续攀升的概率越来越大，从而消费者开始增加他们的当期消费，不足部分便通过银行贷款来弥补。加之此时税法带来的利息抵减效应，激励企业和居民去获取额外贷款，在高通货膨胀时期，居民可以通过增加贷款来少缴纳个人所得税，企业也可以通过贷款来加快企业扩张。进入20世纪90年代后，随着信贷市场的进一步发展和完善，消费者和投资者借贷的欲望更加强烈，以经济合作与发展组织(OECD)标准衡量的储蓄比例进一步降低。甚至很多股票投资者不惜透支信用卡或者将房子再次抵押以获得贷款，以期在繁荣的股市中分得一杯羹。

在泡沫时期，转换行为也很明显——从货币市场账户转换到股票市场。如图1.6所示，美国的居民个人储蓄率从20世纪70年代的10%左右逐步下降到90年代的8.5%；到2000年，储蓄率更是不到1%。至2003年，居民储蓄率确实有所回弹，已走出令人担忧的水平，这显示出了与股价反相关的关系。为什么储蓄率会不断下降到如此低的水平呢？原因是，美国民众直接(通过共同基金)或者间接(通过养老金)地将更多的资金投入股票市场。因此，虽然他们的储蓄率仍高于图1.6所描述的水平，但因为他们的资金仍然储蓄着，其形式已变得更不具流动性且风险更大。

更重要的是，美国民众资产与收入的比值从1980年的4.5左右急剧上升到2000年的6.0强。更多的民众选择以股票、债券或房地产的形式持有

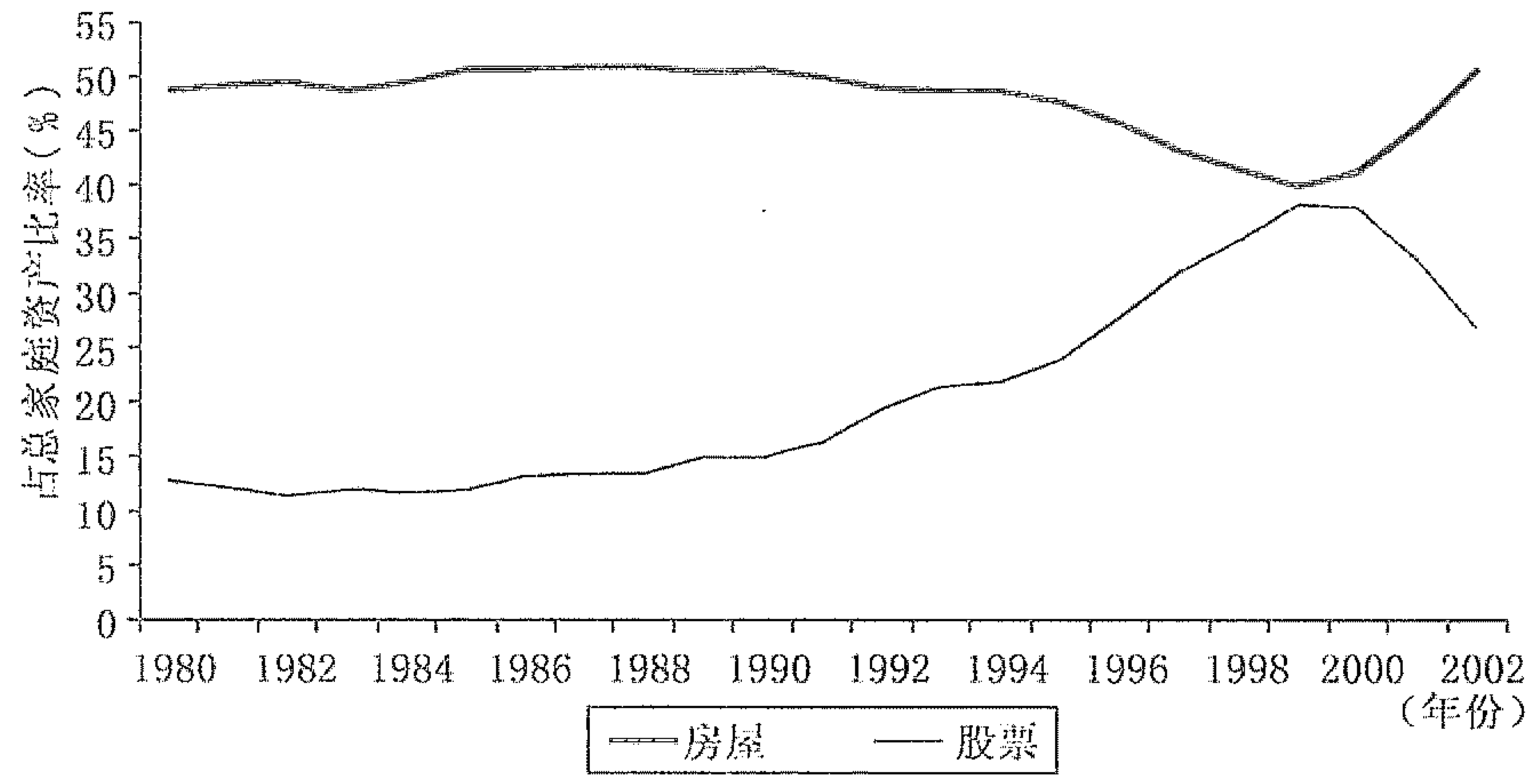
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:美联储。

图 1.6 财产及储蓄

他们的资产,所以这一转变部分地解释了为什么家庭选择低储蓄率。对风险的认知也发生了变化,大家仅仅把股票市场视为"单行道"。这种趋势在图 1.7中也有所体现。20 世纪 90 年代,居民们将他们总财产的 30%以上的资金投入到了股票市场;而在 1987 年股市崩盘之前,这一比例仅为 15%左右。虽然不动产投资的比例曾略微下降,但在 1999~2003 年期间,存在着明显的从股市重返房市的趋势。这一转变部分是因为选择,部分是因为股价非预期大跌。



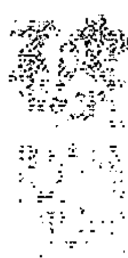
资料来源:科普刻朱克和萨耶兹(Kopczuk and Saez,2004)。

图 1.7 总家庭资产:房屋和股票

预警信号:投资者为何不转变投资策略?

在 20 世纪 90 年代,出现若干预警信号,提示人们股票市场的确存在泡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



沫，但为什么大部分投资者没有及时调整他们的资产组合，仍然重仓持有股票而不是持有风险较低的债券、货币市场共同基金、黄金、不动产或者其他的资产呢？该问题已经部分地得到了答案：股票纪商们的推动使股票投资变成了一个“单行道”(只涨不跌)，并且他们相信西格尔的研究成果，即股票投资收益会持续不断地胜过债券。因此，为什么个体投资者要背离古老的智慧呢？

那么当时的股市到底出现了什么预警信号呢？常规的预警信号包括：奇高的市盈率、过低的红利—股价比率、股票收益低于10年期国债收益[联邦储备模型(Fed Model)]以及奇高的托宾Q比率。根据这些基准指标，股价不仅被高估，而且被疯狂地高估了。然而，投资者为什么对这些信号视而不见呢？或许投资者认为，这些基准是有弹性的、不固定的？时代在变，适用于昨天的结论未必适用于今天。投资者一般都是远视的，并对未来收益表现出极度的耐心，他们甚至已经预料到了未来将要派发的高额红利。实际上，这代表了风险溢价的下降；而这种下降，部分是因为通货膨胀比较温和、长期利率较低以及生产率激增。人们应该记得，在1958年，股票收益下降至低于债券收益(巨大的逆转)，但是股市当时并没有崩盘，事实上，此后反而经历了三年的牛市。

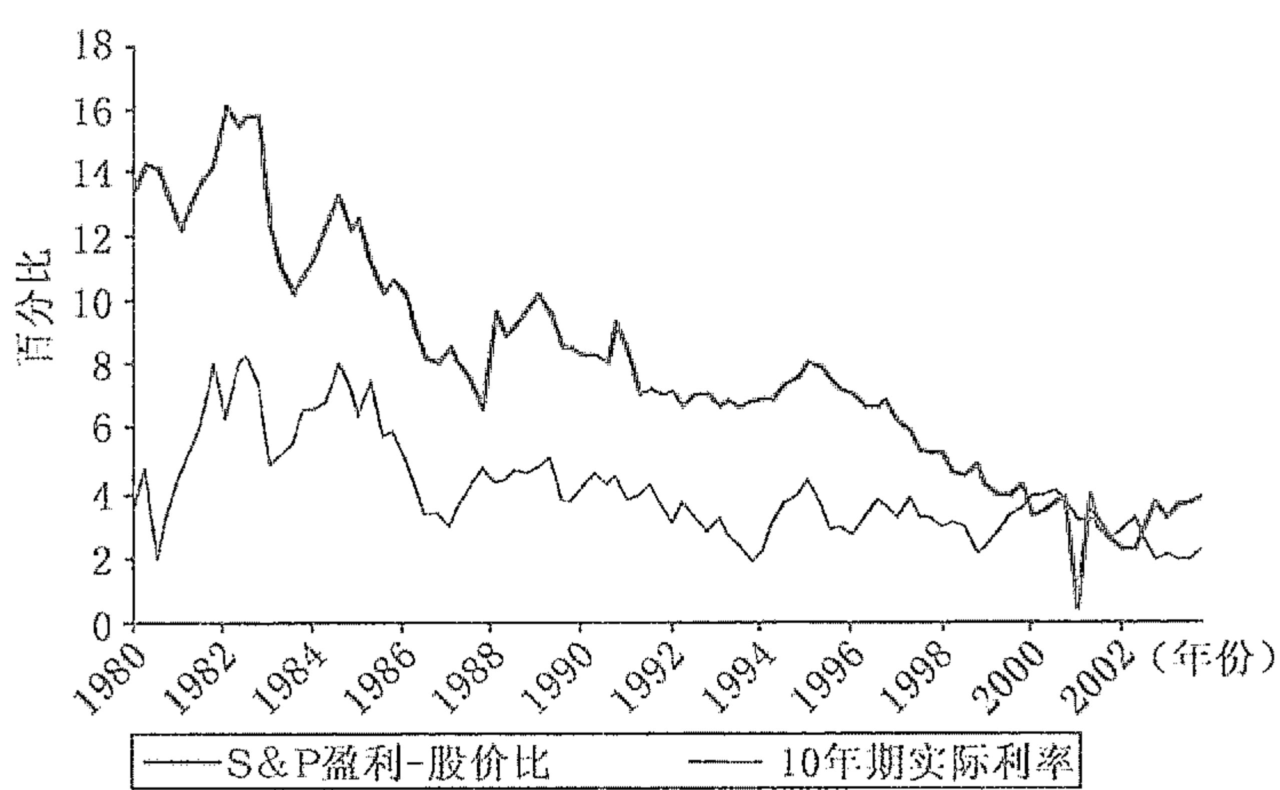
公司盈利状况如何？

随着20世纪90年代中期行情的延续，投资者对持有高出正常市盈率水平的股票更具有耐心，并对公司利润保持逐年健康上升充满希望。在某些年份中，他们的期望的确实现了。

公司的盈利表现如何呢？从表1.1我们可以看到，最近(1997～2002年)，每股收益约在4.31%左右，其增长率约在3.6%左右；而在整个90年代，每股收益在4.6%左右。要想达到20世纪80年代末9%的收益水平，每股收益就必须加速增长。这正是投资者所希望的：每股收益的翻一番将使股价翻一番得以证实。这也许太离奇了，即使每股收益在三年内能有25%的增长，由此所能证实的股价就已经是相当高的了。

我们知道，市盈率在20世纪90年代一直是上升的，也就是说，盈利—股价比是下降的。那么，下降多少呢？为什么投资者没有注意到这种变化呢？如图1.8所示，盈利—股价比在1980～1982年间为14%左右，20世纪80年代后期下降到9%左右，随后继续下降到2000年的4%。10年期实际利率呈现出与盈利—股价比相似的变化趋势，两者在20世纪80年代早期相差约8%左右，在20世纪90年代初两者相差5%。然而，到了20世纪90年代后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：美联储。

图 1.8　收益—股价比及实际利率

期两者仅差 2%左右，到 2000 年两者已基本持平。难道持有股票相对于持有债券就没有风险吗？难道如此高的市盈率就不会向均值回归吗？投资者相信这一时期"与众不同"，由此市盈率无论怎样极端都是正当的。但是到了 2001～2002 年，市场情绪发生了变化，悲观纷现。由于公司治理和公司盈利的变化及伊拉克战争的影响，投资者纷纷抛弃股票而买入债券。

在通常情况下，这一趋势会向投资者释放一种危险的信号。但是，为什么风险溢价下降幅度会如此之大，为什么投资者面对如此高的股价仍然选择继续持有，而不是转向无风险的证券呢？他们果真没有一丝恐惧，或者他们只是过度自信吗？关于这个问题，我们将在后面的章节详细分析。事实上，此时的股票投资收益率与无风险的债券收益率接近，而投资者选择持有股票，说明他们坚信股票投资会取得高于债券的收益率。换言之，持有债券所能获得的资本收益要低于持有股票，或者说至少投资者这么认为。根据联邦储备模型的假设，如果标准普尔 500 指数股票的平均收益低于 10 年期债券的收益，那股价就被高估了；反之，则股价是被低估了。这正是前面所讨论的，无风险的债券收益率在 20 世纪 90 年代后期相当有吸引力，但投资者却仍然回避它。或许他们相信西格尔的研究成果，股票投资在长期优于债券，只需高枕无忧地等待就可以了！

然而，只要经济或金融发生微小波动，或者投资者情绪发生突然变化，就有可能引发股市的暴跌，从而使投资者纷纷转向持有债券。这一转变就发生在 2000 年后。

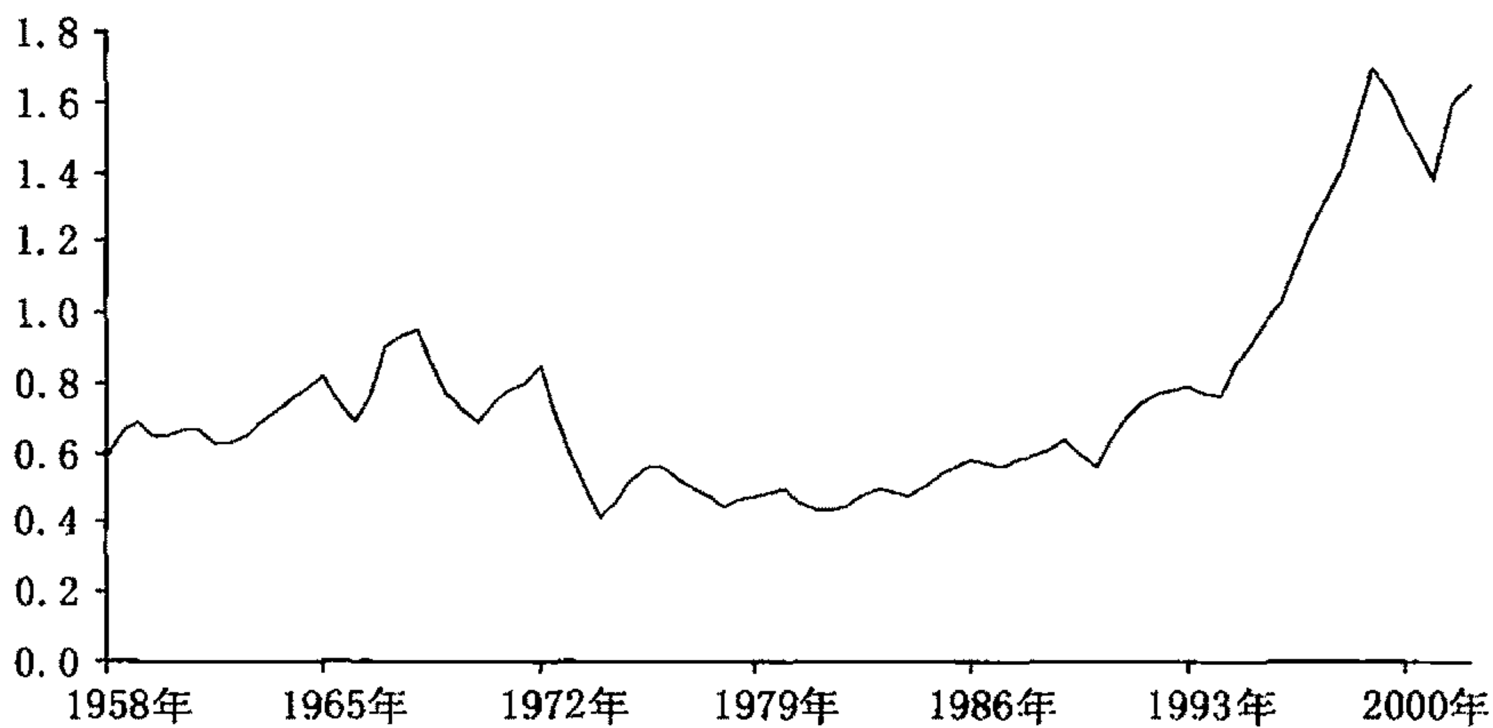
也许，所有问题中最糟糕的就是被高估的托宾 Q 值。这一比值反映了投资者是投资于金融资产，还是投资于实物资产。当托宾 Q 值超过 1 时，投资者应该投资实物资产，因为这比通过上市公司购买这种资产相对便宜。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，股市繁荣能够通过相对效应和替代效应促使投资繁荣。相反，如果股价较低，投资者就有动力购买股票（或者间接地拥有实物资产）而不是直接购买实物资产。就美国的情况而言，股票价格的飙升引起实物投资也快速上升，因此，以上两种效应使生产率大幅上升并不令人惊讶。这些繁荣听起来都非常积极，但是被推到了极端——托宾 Q 值不得不回到更正常的历史水平，即理论上的水平或长期平均值。

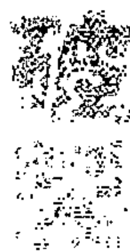
如图 1.9 所示，美国股市的托宾 Q 值（股市总市值与公司资产净值的比率）从 1990 年的 0.6 左右上升到该 10 年后期的 1.6 左右。这引发了史密瑟斯和莱特（Smithers and Wright，2000）的警报，他们指出，现在的托宾 Q 值是美国股市历史平均水平的 2.5 倍，中期内就可能重新回到历史平均水平。他们还指出："我们正在认真研究，当托宾 Q 值达到如此水平时将会带来什么样的后果，以往的 1906 年、1929 年、1937 年、1968 年泡沫破裂以后，股市总会经历大的下跌，经济也难以避免走向严重衰退。"如果按照这种逻辑，那么股市至少要从 1998 年的最高点下跌 50%以上。事实确实如此，如果想要让股票收益率提高到与 10 年期无风险债券利率相近的水平的话。当然，这仅仅是理论上的分析罢了。外推历史经验，就会产生一种可怕的预测，即使不是恐怖的，也将是一场重大的矫正即将来临。我们确实看到，股市自其在 1999 年创出高点已经大幅回调，到 2004 年中，股市已经下跌 35%。尽管史密瑟斯和莱特认为，道—琼斯指数应该回调至5 500点附近（从最高点下跌 50%左右），但更现实的估计是回调 25%，即回调至 8 625 点。这一预言实际上在伊拉克战争之后已经实现：道—琼斯指数下跌至 7 300 点左右。但是，与前面我们提及的股市危机不同的是，美国经济没有在 2004 年陷入严重的衰退，美联储强有力的货币流动性政策起了重要作用。因此，道—琼斯指数在 2004 年中已经重新归到了10 300点的高位。

毫无疑问，较高的托宾 Q 值有利于企业通过发行股票从证券市场募集



资料来源：美联储。

图 1.9 托宾 Q 值

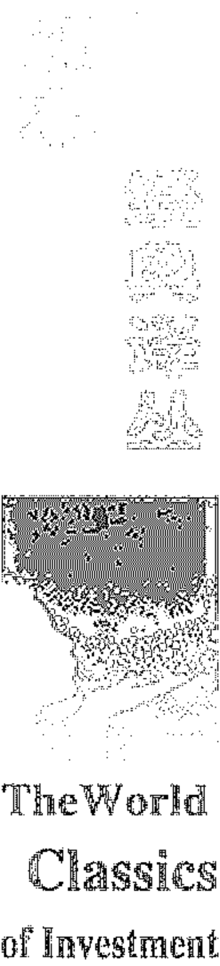


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更多的资金，企业也愿意在指数较高时发行股票，20 世纪 90 年代蜂拥而至的首次公开发行(IPO)就说明了这一点。但是，上市公司从资本市场获取的资金要流入到实体经济中，购置原料设备，最终增加公司股票的实际收益。仅仅承诺支付是不够的。因此，大量虚拟财富储存在美国股票市场，起着一种巨额的“承诺支付”的作用。如果大量的金融资本并没有投入实体经济，不用于购置实物资产，那么股市泡沫就会破裂，投资者也会因此遭受巨大的损失，正如 2002～2003 年那样。

与 1929 年危机的相似之处

人们常说，每一个经济周期都是独特的，每一次高涨都有自己的特点。因此，要想找出导致股市泡沫的一些共同原因，可能比找出一个诚实的政客还要难上许多。然而，确实有一些因素是相似的，譬如人们的贪婪、野心以及对快速发财致富的渴望。实际上，20 世纪 90 年代的股市泡沫与 1929 年的泡沫确实有一些相像的地方。首先，过度地使用金融杠杆购买股票，不愿意公布因提高保证金交易导致的风险放大是其共同的特点。在这种情况下，任何导致股价下跌的外部冲击都如同多米诺骨牌一样会产生连锁反应。其次，对于“新经济”概念的信奉以及科技进步对股价的支撑也并不是只在 20 世纪 90 年代才有；在 20 世纪 20 年代，这种效应也非常明显。在这期间，高科技类的股票股价飞涨，一些确实利用资本市场筹集的资金获得了快速持久的发展，另一些随着高科技泡沫的破裂，如今已难觅踪影。第三，许多新经济概念的股票并没有派发红利，当然他们也始终没有留给我们这方面的任何期许。然而，许多投机者忽略了公司短期内没有派发红利的行为，甚至也忽略了这期间较高的市盈率。对于他们来讲，对股价的支撑及资本收益远比那些不起眼的红利重要。第四，很多不成熟、边缘化的散户投资者被获利冲动驱使，纷纷进入股市，几乎形成了“全民炒股”的局面。股市投机气氛浓厚，投资者此时已经不太关注经济的基本面，而是拼命寻找一些影响股价涨跌的信息，或者猜测市场中资金主力的动向。第五，基金经理们也认为，市场会长期保持增长态势，所以他们像 20 世纪 20 年代的基金经理们那样，不断把资金投入到已经过热的市场中。在第十章，我们将更仔细地分析 1929 年的股市大泡沫。



股市将何去何从？

从理论以及长期历史数据中，我们可以大致了解，中期内美国股市将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生什么样的变化。那就是，股票价格将自我矫正，均值回归。我们知道，托宾 Q 值的分子是股票价格，金融方面的因素可以影响股价使其剧烈波动；然而，分母则为企业的价值，这却是由实体经济中的一些因素决定，难以有大的改变。因此，托宾 Q 值要想向均值回归，作为分子的股价在短期内必须有大的调整，而分母是由譬如国内生产总值或者产出增长率决定的，难以有大的改变。

我们对市盈率的分析与上面对托宾 Q 值的分析类似。在经历一段市盈率高企的时期之后，股票收益会发生哪些变化呢？我们首先必须清楚，较高的市盈率是由较高的股价引起，还是由较低的每股盈利导致的。西格尔(Siegal，2000)指出，在 1894 年、1921 年、1938 年及 1991 年市盈率达到高峰之后的五年股票收益率平均在 9.7%左右，而在 1929 年、1933 年、1946 年、1961 年以及 1987 年市盈率达到高峰后的五年股票平均收益率却仅有 1.1%左右，为什么会相差如此之大呢？我们知道，在经济步入衰退期以后，公司盈利会较快地走出低谷，然而由于经济衰退后流动性的收缩，股价短期内却难以出现反弹。因此，在股市泡沫破裂之后，市盈率会承受较大的下降压力。托宾 Q 值也是如此，在泡沫破裂之后，股价很难再回到以前的高位，市盈率不能在短期内有所回升。基于以上分析，道—琼斯指数和标准普尔指数在 1999 年股市达到顶点之后会向均值回归。

在随后的 2005～2006 年，三个重要的宏观经济指标将严重冲击美国股市的表现。它们是美元走势、美国经常账户赤字规模以及外资流入。外国投资者在对美元资产进行投资时，迫切需要降低汇率风险，所以他们希望汇率能够保持稳定，这样他们就可以放心进行投资。他们不乐意为美国的经常账户赤字提供资金；当然，如果利率较高，则另当别论。这三个指标高度关联。美国投资者不希望在收益率曲线的长尾处出现高利率，因此，只好在某种程度上依赖大量的外资流入和坚挺的美元以对股市形成支撑。

结 论

道—琼斯指数在 20 世纪 90 年代经历了大幅度的上涨，从 20 世纪 90 年代初期的 2 634 点飙升至 20 世纪 90 年代末期的 11 497 点的历史高位。在 20 世纪 90 年代，持有股票的实际收益率是持有 30 年期债券收益率的 2 倍以上。20 世纪 90 年代在历史上绝无仅有，股票价格上涨幅度大大超过了 20 世纪 60 年代的水平。然而，现实的残酷很快眷顾这些成为纸上富翁的投资者。纸上盈利只有在实现之后才是真正的财富，在 2000 年，很多投资者都好好上了这一课。正如 1987 年股灾时一样，投资者纷纷涌向出口，这导致股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

狂泻，而这又反过来加剧恐慌性抛售。投资者纷纷涌向流动性好而又相对安全的债券市场，使得本来就失序的市场更加紊乱。投资者几乎同时撤股变现，使得账面盈利很快变成亏损。因此，20 世纪 90 年代所宣称的高资产回报率，只有在实现之后才算是真实的。在市场中仍拥有大量头寸的投资者遭遇了市场情绪的突然变化，在资金纷纷抽逃之时面临资产损失的可能性。因此，在 1997～2003 年期间，资本收益率要远远低于名义指标所揭示的收益率，一些共同基金或者其他资产组合的收益率甚至是负的。到 2000 年，泡沫已经彻底过去，现钞重新得到了加冕。

我们也应该注意到，产生这种股市泡沫的一系列环境因素在美国历史上具有独特之处。大量外国投资者的参与助长了美国金融市场的泡沫。国外投资者不仅追逐蓝筹资产，而且希望蓝筹资产是用美元计价的。这一双重愿望导致双重泡沫。过剩力量吹出大泡沫。除了过多流动性之外，还存在大量的“转变”，即投资者对信用、杠杆以及风险的态度发生变化。大量资金从低风险存储工具中抽出而投入到高风险高回报的股市中。我们将在第四章详细分析导致泡沫的因素。

我们已经见证了美国股票市场在 2003 年初经历的下跌，甚至可以说是崩盘，但市场在该年末又开始反弹，道—琼斯指数回到 10 400 点，标准普尔指数也回到 1 085 点。到 2004 年中期，实体经济以及股票市场已经有明显回暖的迹象，而且美国的金融机构以及广大的投资者对美国实体经济及金融市场的进一步复苏也抱有较强的信心。美国股价已经回到反映经济基本面的水平了吗？金融风暴已经过去了吗？美元已经止跌回升了吗？股市会不会随着实体经济的复苏及公司盈利状况和财务报表的改善而进一步反弹呢？这些问题都是需要我们仔细研究并一一作答的，但是，首先我们应该对 20 世纪 90 年代的股市泡沫有更详尽清楚的认识，并深入分析美联储对经济及股市泡沫的反应和态度，这样我们才能对未来市场的走势做出合理准确的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　20 世纪 90 年代的大牛市

引 言

1987 年股市崩溃对实体经济的影响，在后来的几年中逐渐以多种方式显现出来。1987 年，美联储以大量的流动性资金进行了干预，并以最后贷款人的身份出现，避免实体经济硬着陆。股票在沉迷一段时间之后，到 1989 年有所恢复。但美联储的拯救使命存在不良的副作用。整个经济受到资金的冲刷，并对房地产市场产生溢出效应，造成了一定程度的资产价格膨胀。资产价格的膨胀刺激商品价格膨胀，通货膨胀预期也跟着上涨。20 世纪 90 年代初，积压的债务和资产泡沫这一对双胞胎同时困扰着美国经济，给美联储带来了宏观经济管理的难题。尽管美国经济在 20 世纪 90 年代起步缓慢，1991 年还出现衰退，但 1995 年之后它就开始狂奔。

如第五章将考察的，美国生产力和效率的显著增长使人们认为，出现了一种"新经济"和"新范式"，值得美联储重视。然而，美国经济中一系列偶然的(事实上是独特的)环境因素——充足的流动性以及投机狂热——对以下的观点产生了疑问:20 世纪 90 年代美国股市的繁荣完全是由基本面因素决定的。金融方面因素，而不是经济方面因素，才是资产价格节节攀升的首要动力源。不幸的是，到了 2000 年，一些投资者却变成走着楼梯上去，乘着电梯下来。

毫无疑问，在 20 世纪 90 年代，美国享受了一系列偶然的(或者通常称为幸运的)环境因素。日本经济和股市的崩溃超出了人们的想象，欧洲承受着居高不下的失业率、再统一以及增长疲软等问题。并且，来自中国和日本的

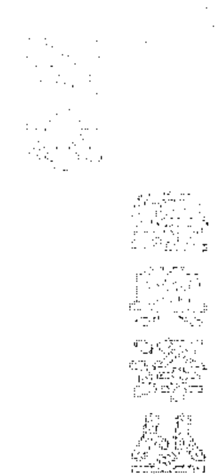
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者对美国债券提供了源源不断的支持，为美国人的消费提供资金，也间接地促进了这些国家的出口。全球的投资者在美国的美元及外汇市场、股票市场和债券市场中寻求“安全天堂”。当通货膨胀还算温顺、生产率增长仍在加速、持有股票的风险溢价缩小时，这些投资者得到更多的正当理由把资金投向美国。更有甚者，美联储似乎打算延续这种增长期，所以将利率维持在低水平。当亚洲股市在1998年崩盘时，美联储“乐善好施”，很多国外的投资者再次在美元资产中寻求安全。简言之，美国股市有重大的外部推动力，同时也有如低通货膨胀率和不断提高的生产率这样一些有力的拉动因素。国外资本注入美国使美国公司获得了改革所必需的经费(储蓄)，推动了美国生产率的繁荣。

本章考察20世纪90年代节节攀升的美国股价。

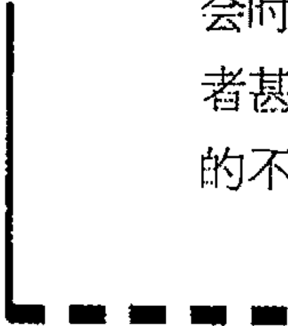
宏观经济背景

在1990～1991年间，美国前总统乔治·布什(George Bush)就美国经济增长缓慢寻求政策建议，他得到的建议是“等待市场自动调节”。他确实接受了这个建议，满怀希望地期待经济能够在11月份大选到来之前有所起色，但事实并非如此。也许，这并不是布什输掉大选而克林顿赢得大选那么简单。现在轮到克林顿总统来听取政策建议的时候了——合理明智的或者其他的。克林顿政府要想获得成功，格林斯潘主席就必须要么不越位，要么至少不反对或不阻碍政府的政策策略。这该如何是好？很明显，克林顿希望增长和繁荣，然而格林斯潘则希望稳定增长。这两位重要的政客需要弄清楚，什么是可以商量的，而什么是不可以商量的。格林斯潘无法忍受通货膨胀，并且坚信只要政府履行好自己的职责，经济增长就会自动实现，意即降低预算赤字，减少国际债务，则长期利率的压力就会缓解。如图2.1所示，在20世纪90年代初期，预算赤字占国内生产总值的3%左右；到了90年代中期，这一比例则有所下降，并且在1997年转为盈余。金融市场通过降低债券收益率并购买股票，来为克林顿政府的财政节约喝彩。收益率曲线长尾的下滑减少了通货膨胀的威胁，并减小了政府借款的挤出效应。

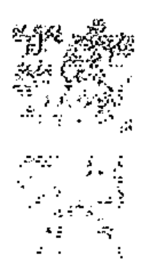


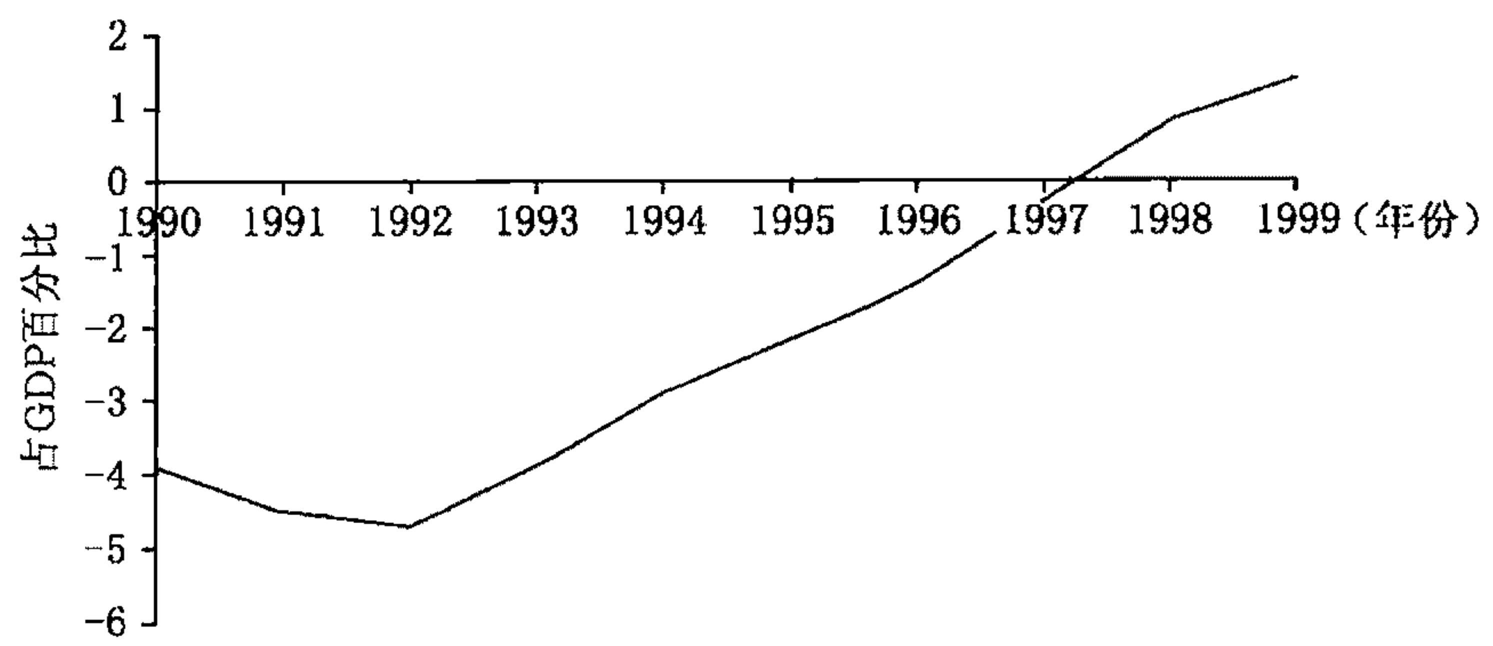

The World Classics of Investment

有必要向金融市场保证，确保不会采用应变经济政策(stop-go policies)来制造虚假增长，进而又抬高利率。长期的可持续增长需要可信的长期性的政策支撑。如果克林顿政府一意孤行，不计后果地扩张经济，则格林斯潘就会时时提醒：美联储将提高短期利率以回应糟糕的经济管理政策。债券持有者甚至也会通过卖掉长期债券(长期利率会因此提高)来表达对克林顿表现的不满。简言之，政府不敢激怒格林斯潘和债券持有者阶层[坎特伯雷(Can-



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





资料来源：美联储。

图 2.1　财政赤字

terbery,2000a)]。

克林顿总统知道，遵照格林斯潘的经济复苏蓝图是要付出成本的。例如，克林顿在竞选时许诺，会加大在美国公共基础设施重建和教育方面的投入，但是在 90 年代初期，为了减少赤字，这项计划被搁置。凯恩斯主义(Keynesian)的需求管理理论遭到美国企业界的反对，因此任何大规模的财政干预的政策倡议都可能遭到坚决反对。还有来自资产持有者的威胁，他们可以通过债券市场和外汇市场来责难克林顿。克林顿为了实施他的社会改革方案，作为交易，他不情愿地献出部分经济管制上的自主权。但是，接受这样一个低通货膨胀、低利率的环境也是有好处的，民间投资会因此蓬勃发展起来。改进国家资产的数量和质量会提高生产力和就业率，进而提升长期生产潜力。更多的工作职位、更高的实际工资和更景气的经济，只会增加克林顿的政治资本和竞选连任的机会。事实上，实际国内生产总值在这十年内的繁荣程度达到了 20 世纪 60 年代以来从未有过的水平。如图 2.2 所示，统计得到的经济增长率平均达到 3.5%。然而，对克林顿政府的真正褒奖是，通货膨胀得到完全抑制，如图 2.3 所示。尽管自 1992 年开始生产复苏，资本利

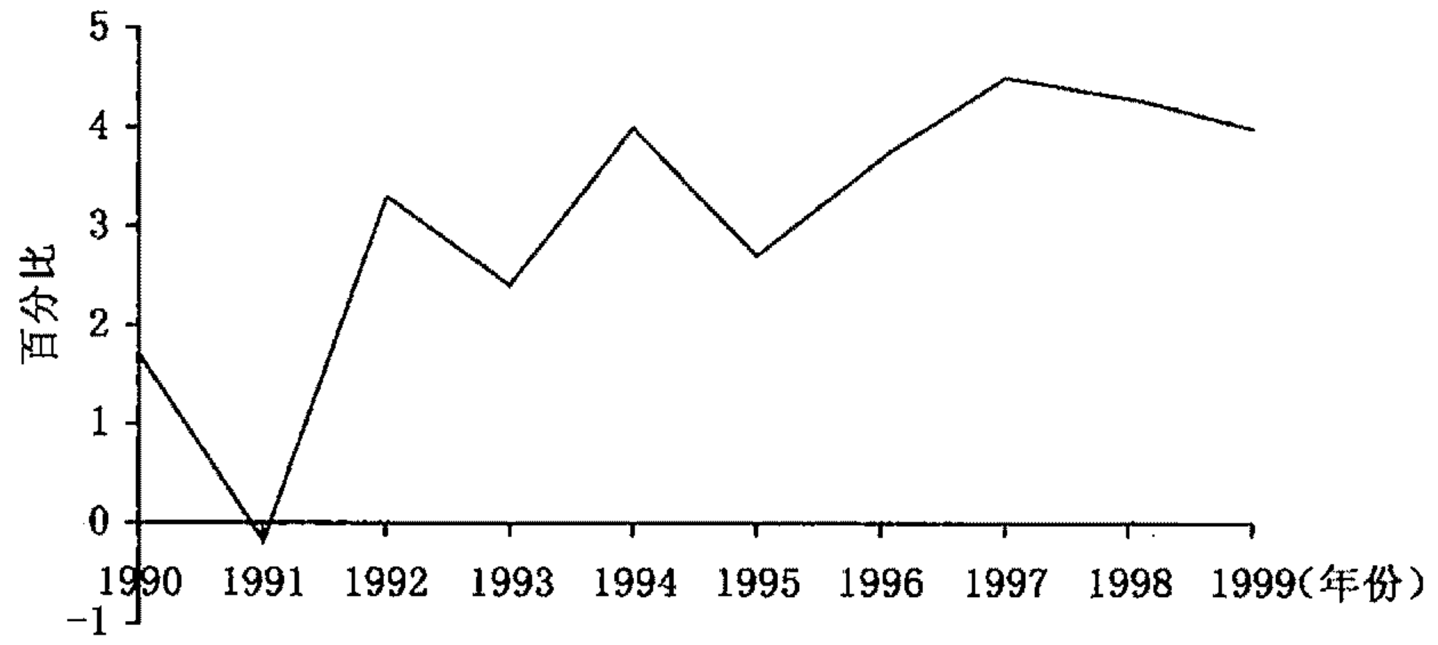
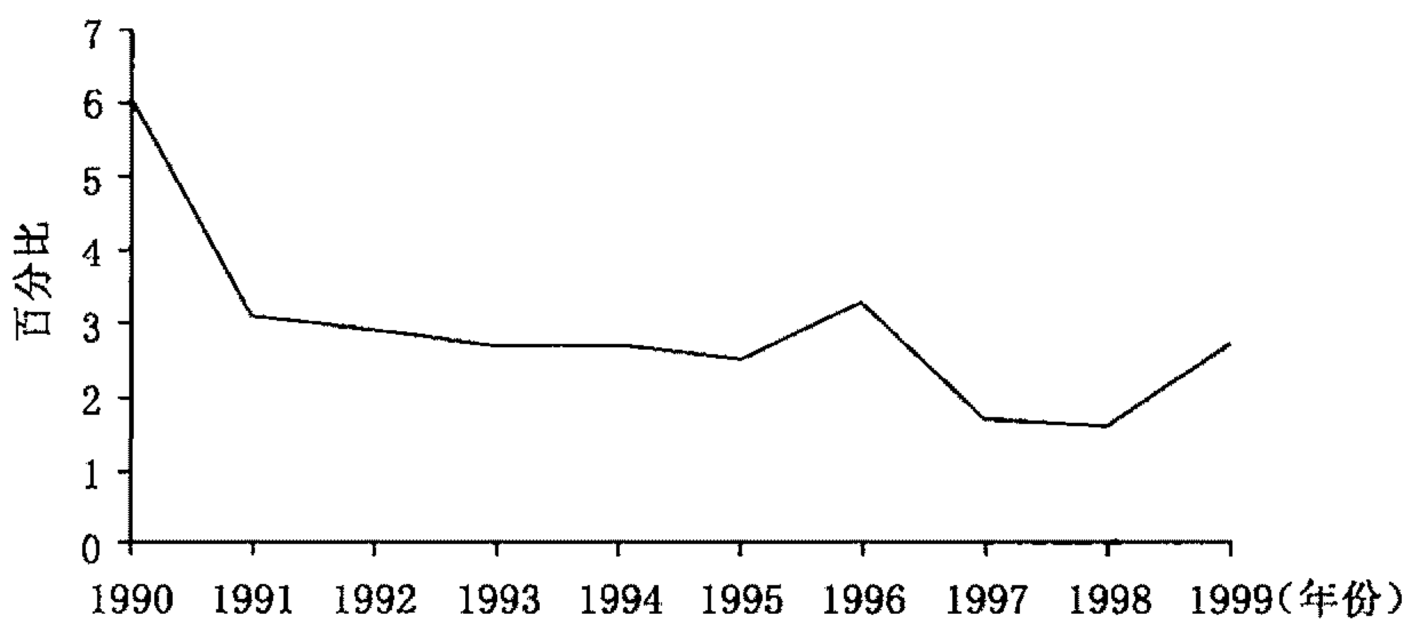


图 2.2　美国国内生产总值增长率

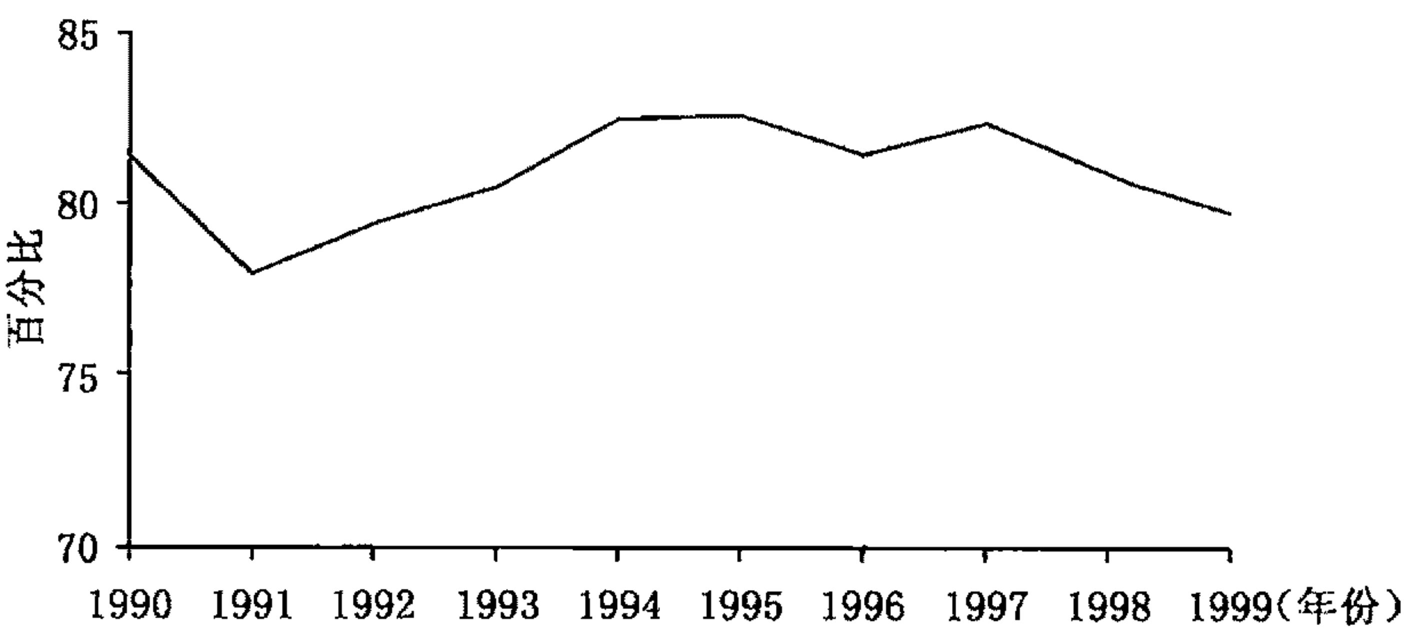
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用率接近84%(如图2.4所示)，但通货膨胀在八年经济繁荣期内都处于可控范围。



资料来源：美联储。

图 2.3　通货膨胀率(CPI)



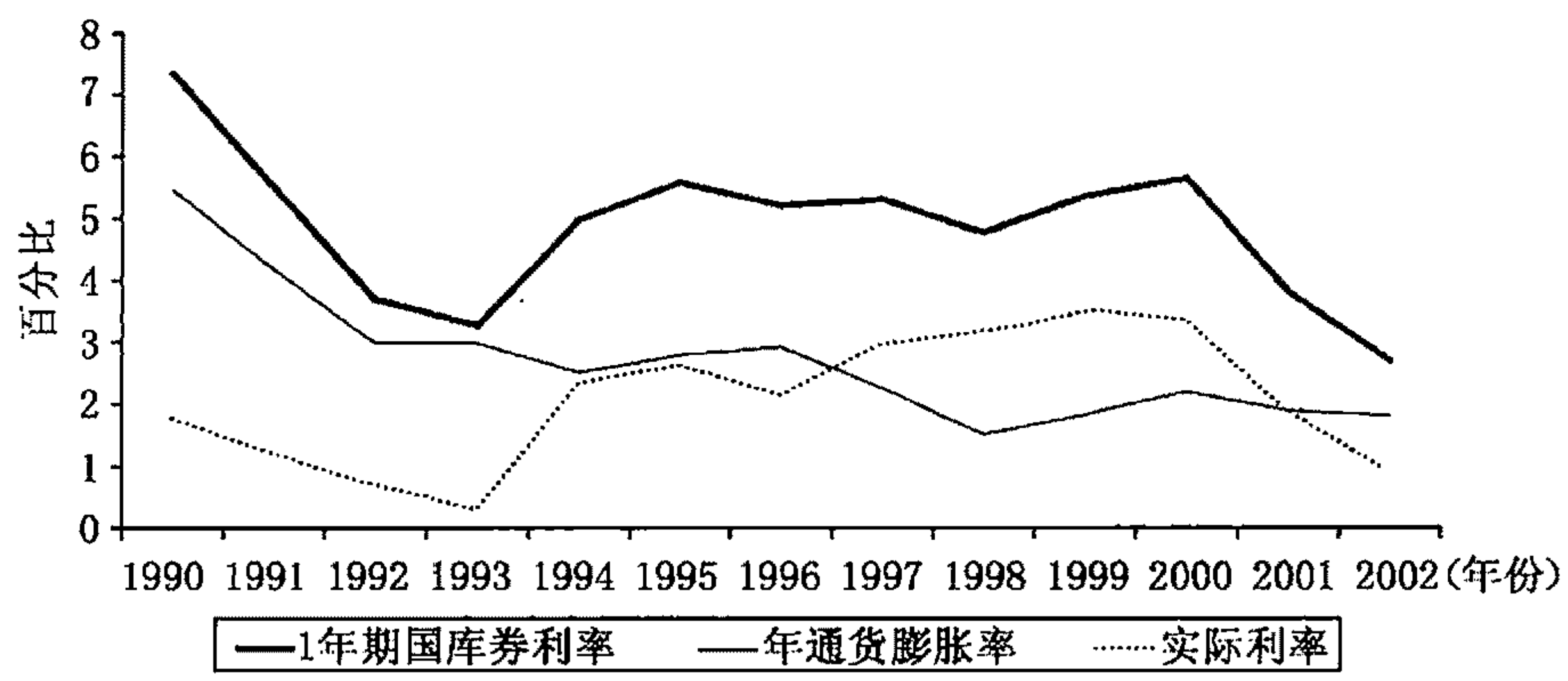
资料来源：美联储。

图 2.4　产能利用率

除了赤字减少之外，整个20世纪90年代美国经济景象的另外一个突出特征是，实际利率一直保持在低水平。在不景气的1991～1992年期间，实际利率低于1%，但在自1994年之后的经济较有活力的时期，利率仍然保持在3%以下(如图2.5所示)。这样一个稳定的低利率环境刺激了投资的兴盛。在这个十年之中，失业率降至30年以来的最低水平——4.2%。如图2.6所示，失业率自1992年的7.4%开始持续下降。有趣的是，失业率和通货膨胀率同时保持在近年来的历史低水平。因此，美国经济是如何做到保有较高的增长率和就业水平，而又没有产生猖獗的通货膨胀(“过热”经济的副产品)的呢？正如第五章将要考察的，美国经济抑制了非加速通货膨胀失业率(NAIRU)的上涨，但并没有导致通货膨胀过热。作为稳健经济的成果，从1992年开始，股票价格以及资产价格整体上都开始剧增。对2000年之后的美好预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期又使得股价能够保持在高位，市盈率直到 1999 年一直保持在低位。事后看来，当每股收益萎缩时，就不能再保证这样的市盈率了。



资料来源：美联储。

图 2.5 名义利率和实际利率（1990～2000 年）

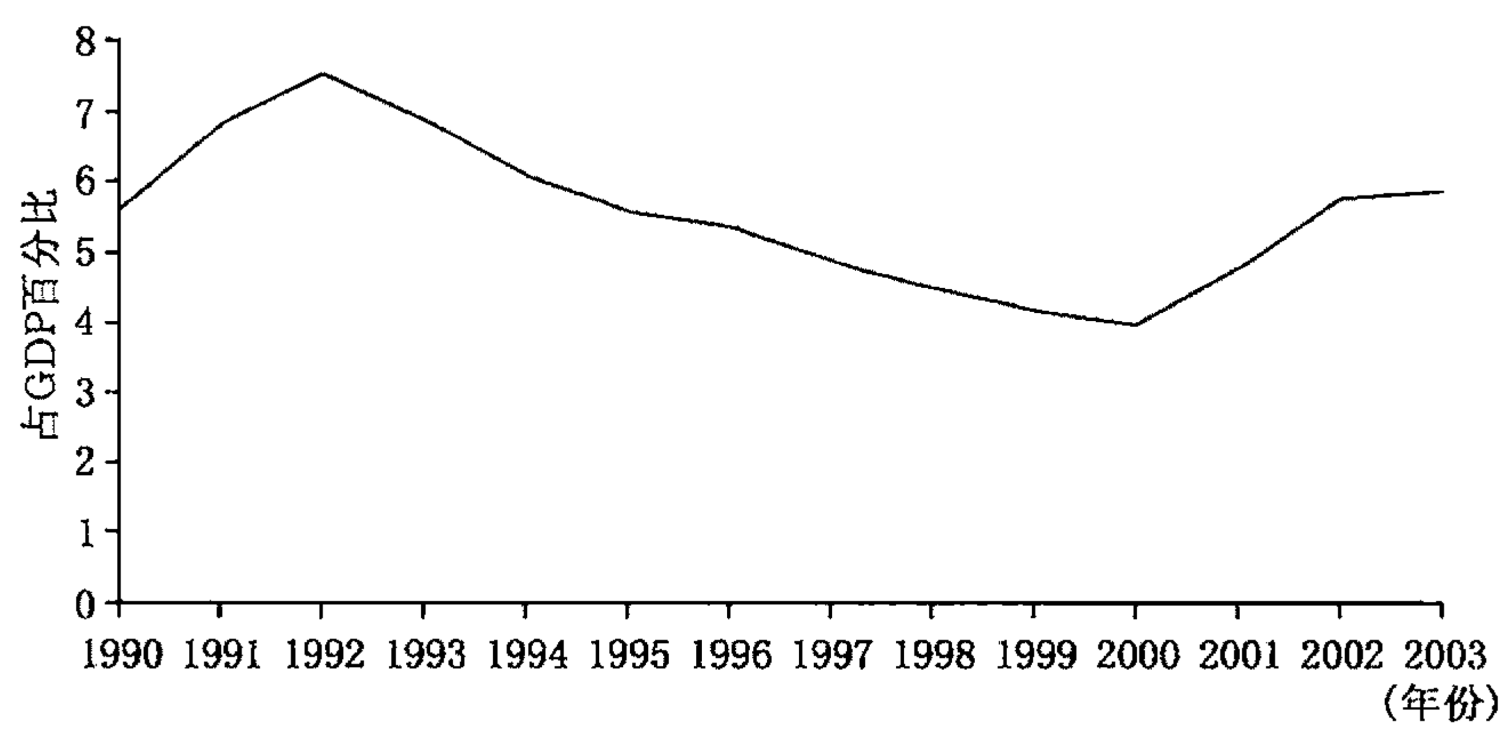
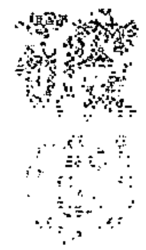


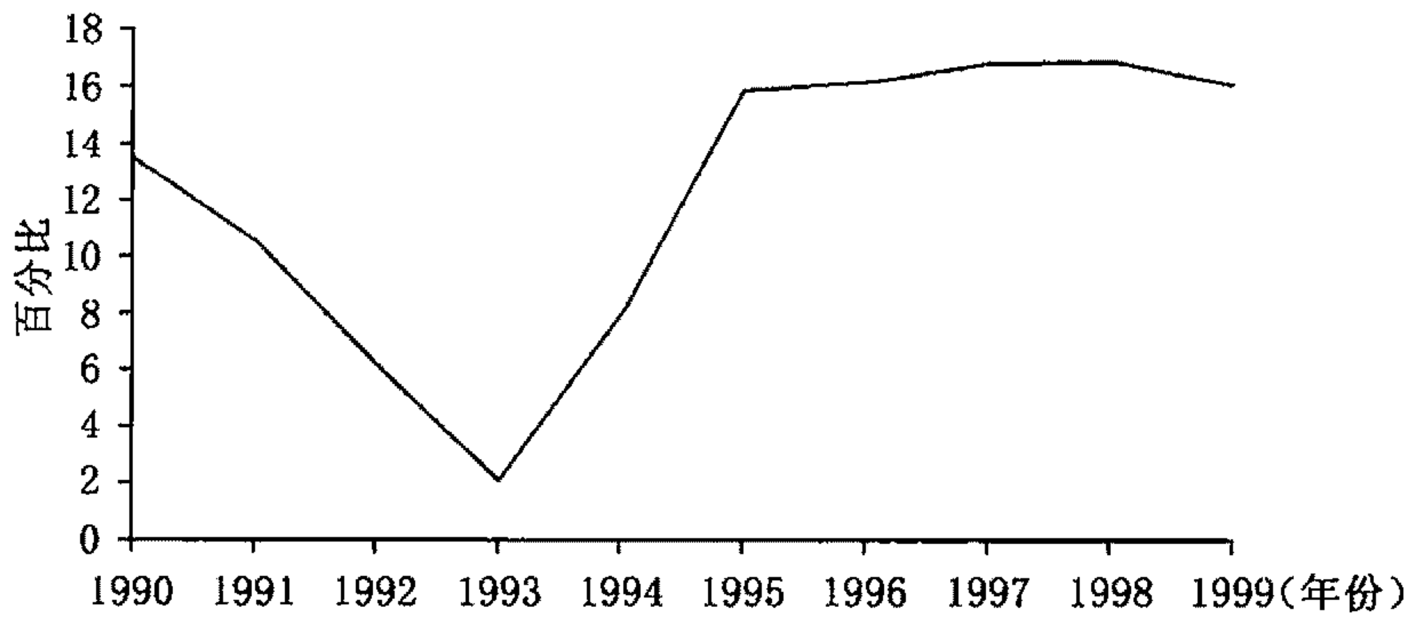
图 2.6 失业率

在经历了一个滞后期之后，企业盈利从 1991 年的衰退中恢复，到 90 年代中期繁荣起来。如图 2.7 所示，平均企业盈利（占国内生产总值的百分比）在 1995 年之后高于 16%，大大高于 20 世纪 80 年代的利润水平。正如之前提到的，实际利率不高，反映了低水平的通货膨胀和美联储适宜的货币政策。依靠较低的资本成本和较便宜的消费信贷，美国公司可以不用挤压边际利润就可以扩大销售。抑制工资增长和单位成本也是保持盈利的重要原因。

有什么迹象可以显示宽松的信贷和货币总量的增加推动了企业利润和股价的提升吗？如图 2.8 所示，M2 货币总量的确从 1994 年开始加速增长，从 1994 年 0.5%的增长率升至 20 世纪 90 年代末的超过 7%的增长率。流动性的快速扩张（不仅仅是生产率发展的快速提高）助长了股票价格的繁荣。家庭负债继续扩张（如图 2.9 所示）。住房建设的兴盛可以从图 2.10 中看



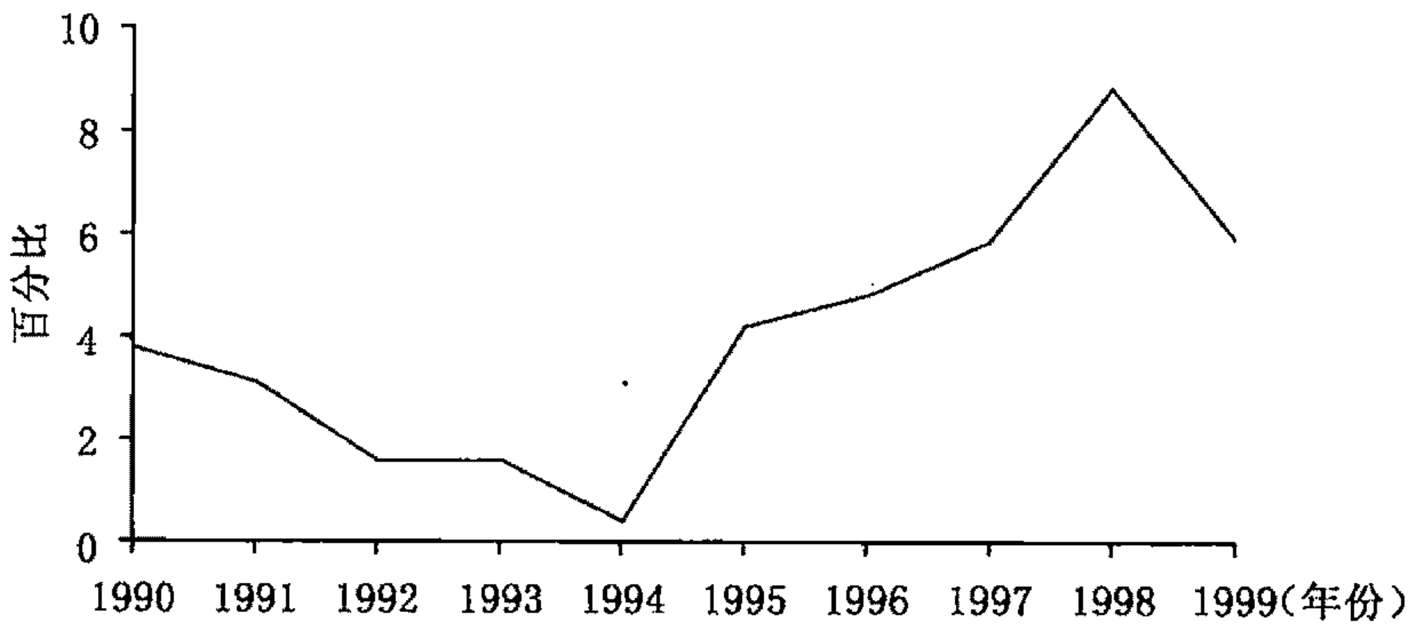
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：美联储。

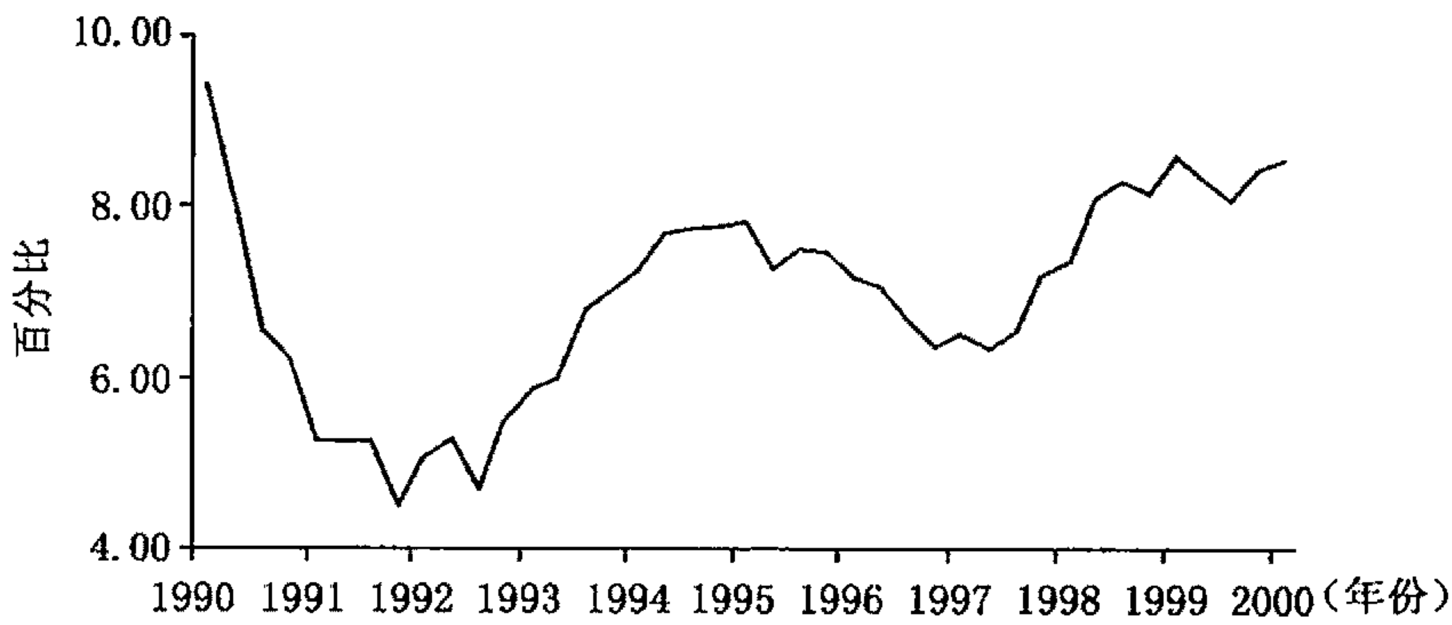
图 2.7　企业盈利

出。从 1992 年的少于 80 万套的低位，反弹至 1997 年之后大部分年份中多于 130 万套的高位，并且这种水平一直持续到 2003 年。房产价值随着这场建设狂潮而增长，并且通过低利率时的转按揭，为股价提供了可观的资金支持。



资料来源：美联储。

图 2.8　货币供给（M2）

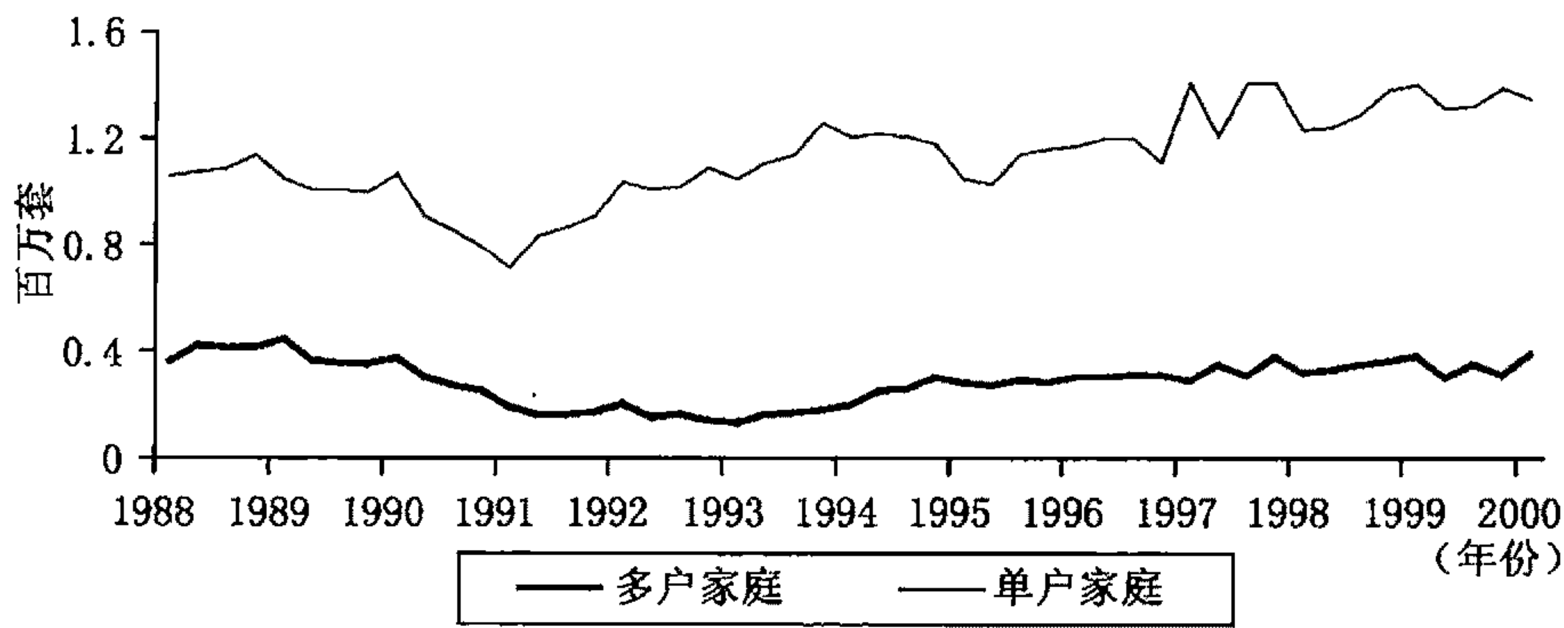


资料来源：美联储。

图 2.9　家庭负债水平年变化率

The World Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：美联储。

图 2.10　私人房屋开工量

政策范例

尽管美联储的章程包括多个经济目标，但按照格林斯潘（Greenspan，2000a）对章程的解释，长期的可持续增长要建立在稳定的低通货膨胀率基础之上。他陈述道："央行对经济增长和提高生活水平所能做的最大贡献，就是培育这样一种金融环境，它能推动全面平衡的经济增长并稳定物价。维持一个有效的稳定的价格环境非常关键，因为美国和国外的经验都表明，较低的并且稳定的通货膨胀是经济健康、均衡地扩张的先决条件。"相对价格和经济刺激没有遭到扭曲，私营企业就会参与投资和改革，进而提高经济的长期潜能，达到更高的生活标准。简言之，低通货膨胀是可持续增长的先决条件和通行证。格林斯潘甚至公开表示：经验告诉我们，货币政策先发制人最有效。也就是说，在通货膨胀形成棘手而紧迫的混乱之前，先把这股涌上来的力量压制下去。

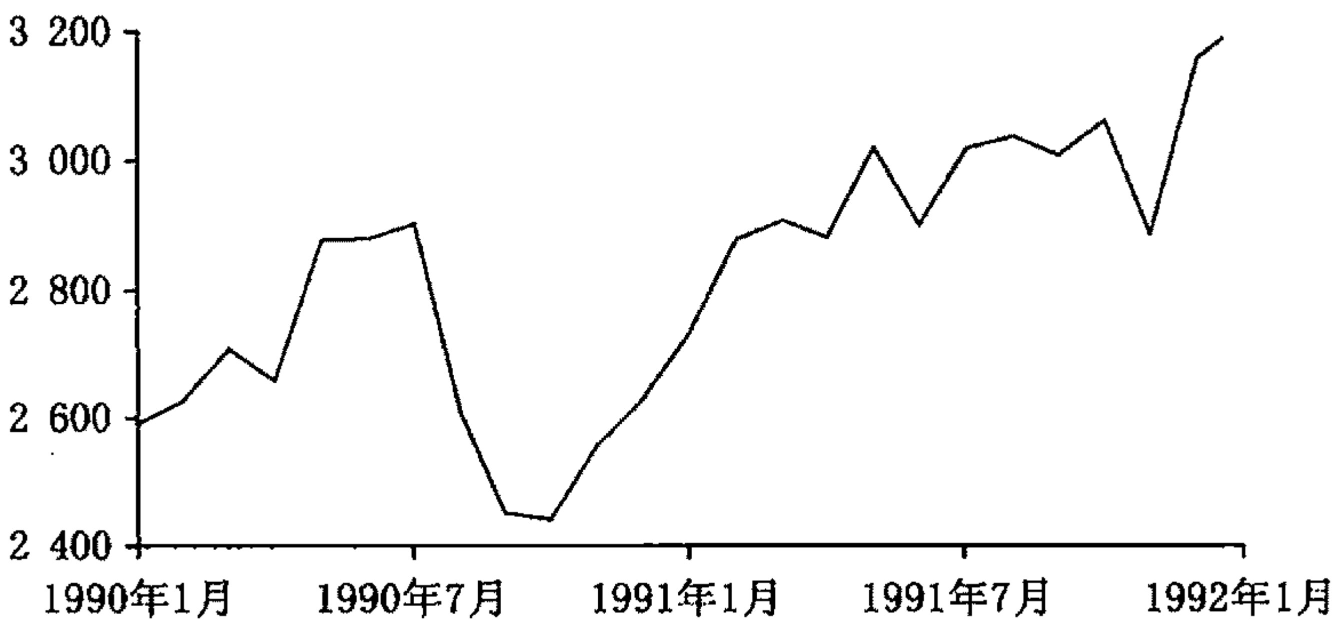
格林斯潘的逻辑植根于货币主义理论，认为实行货币政策具有较长且多变的滞后期，所以"等候"通货膨胀自己成熟，会在这个过程中产生更大的危险。因为存在明显的影响滞后性，甚至在短期也有认知的滞后，因而紧缩货币政策的抑制作用和/或高利率的效应就会延迟，从而延长通货膨胀的破坏性。为了不破坏未来的扩张，作为预防措施，保持警惕和事先压制通货膨胀就显得非常合理。然而，这一理由有两个根本性的缺陷。第一，要使先发制人式的抑制获得成功，需要技巧调整，即使在平稳年代，任何此类货币紧缩政策都会产生巨大影响。第二，存在有力证据显示，旧有的经验性关系已经不再成立，或者已经过时。例如，在 20 世纪 90 年代，货币总量和收入流通速度变得不再稳定。非加速通货膨胀失业率也发生了改变，远低于 90 年代中期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们认为的水平，即目标发生了移位，这使得决策者们在考虑合适的经济运行速度时产生了迷惘。造成这种改变的一个主要动力很可能是，90 年代中期技术进步的浪潮推动了生产力增长的加速。因此，经济生产潜力的增长超出了大多数经济学家的想象，推翻了已被认知的、原有的速度限制因素，诸如产能利用约束、低失业率和低存货水平。也许，非加速通货膨胀失业率就像一面能移动的墙——它只能被推动？当原有的经验关系出现破裂时，制定货币政策所面临的挑战就会增加。

衰退和复苏：1990～1991 年

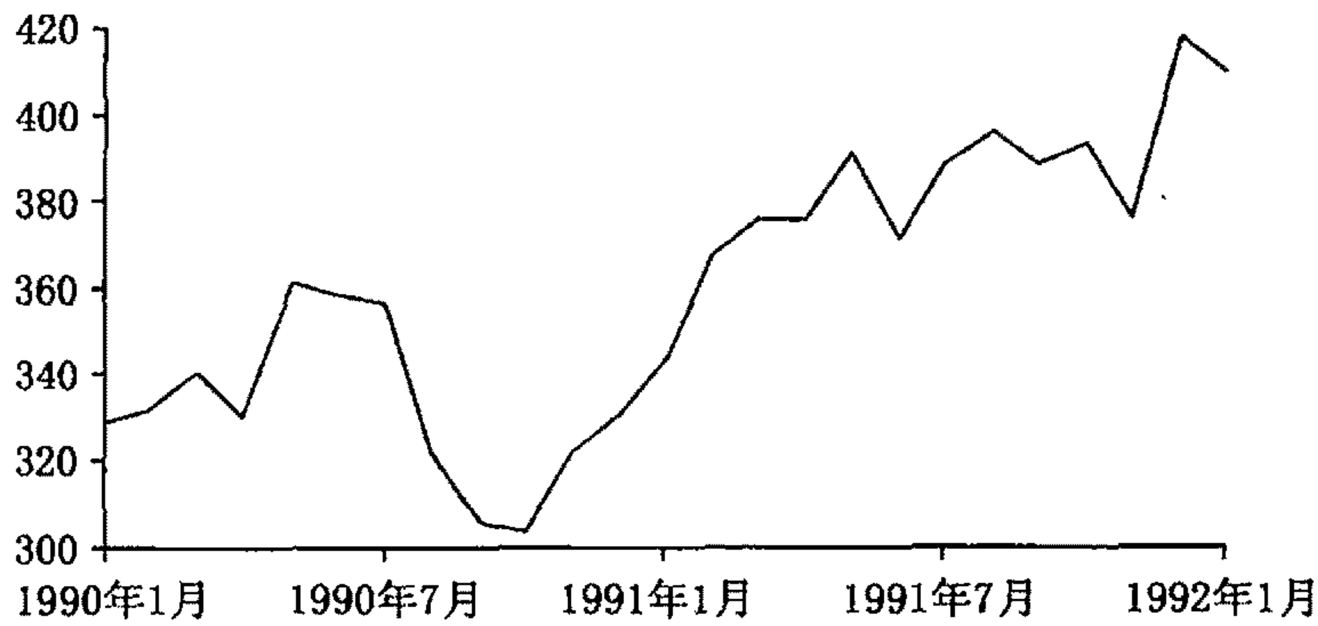
如图 2.11 所示，20 世纪 90 年代起步得有些蹒跚。1990 年 7 月，道—琼斯指数的滑落显示，美国经济遭受短期而突然的不景气，一段时间内悲观情绪盛行。尽管当年中期出现崩溃，道—琼斯指数到年终的时候只跌落了 0.6%。然而，道—琼斯指数很快就出现了反弹，1991 年回升了 22.4%。据统计，国内生产总值增长率在 1990 年跌至 1.7%，在 1991 年继续跌至历史最低的 0.2%。失业率在这两年分别升至 5.6%和 6.8%。换言之，实体经济在 1990～1991 年的衰退期经受了打击，但有预示作用的道—琼斯指数实际上在这段时期上升了。投资者预测到衰退是短期的，他们因为预期准确而得到了犒赏。如图 2.12 和图 2.13 所示，标准普尔指数年平均收益率为 13%，而纳斯达克指数的年收益率达到惊人的 24%。这只是高科技股繁荣兴盛的开局。



资料来源：纽约证券交易所。

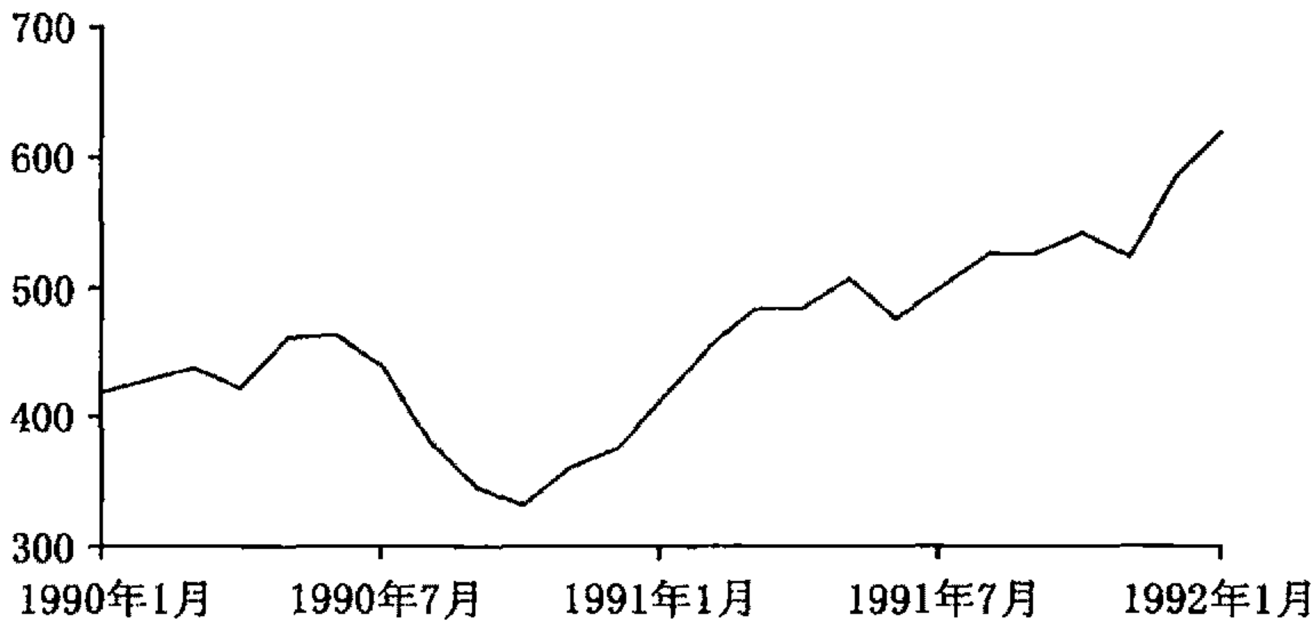
图 2.11 道—琼斯指数（1990～1991 年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:纽约证券交易所。

图 2.12　标准普尔指数(1990～1991 年)



资料来源:纽约证券交易所。

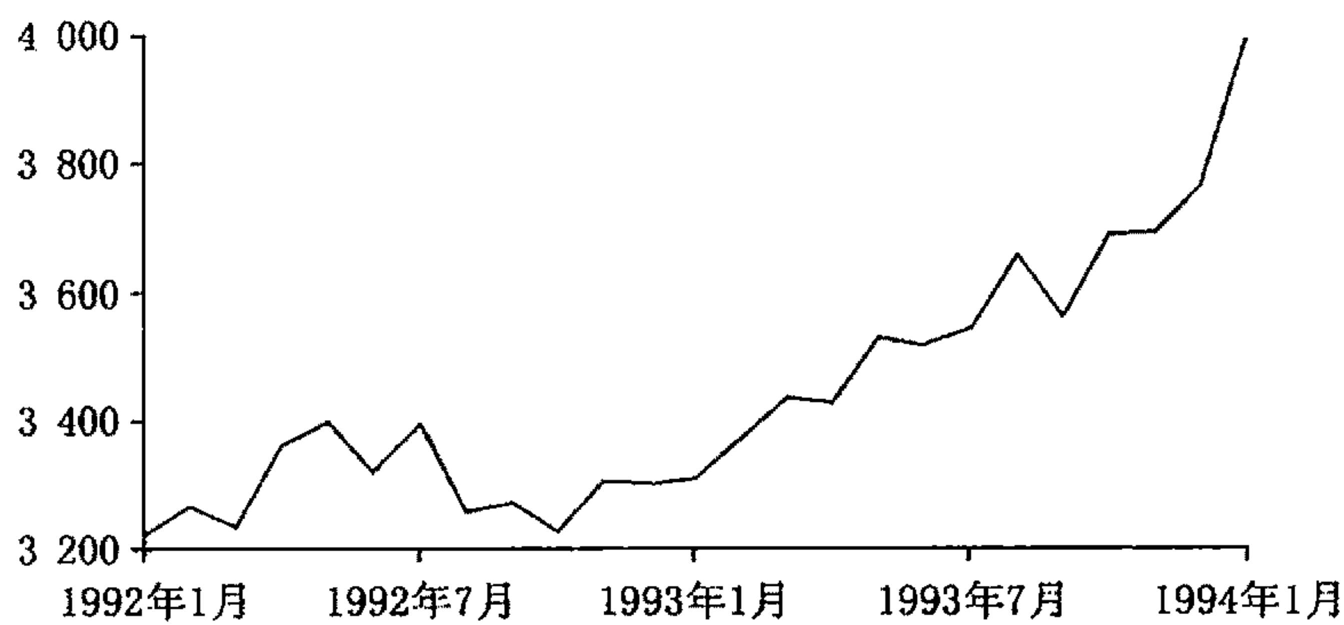
图 2.13　纳斯达克指数(1990～1991 年)

咆哮的道—琼斯指数:1992～1993 年

1992 年,美国的实体经济依旧疲软,股价的前景依旧暗淡,道—琼斯指数只给出了 4.4%的收益率,但在 1993 年却狠狠地上涨了 13.5%(如图 2.14 所示)。标准普尔指数表现得和道—琼斯指数一样(如图 2.15 所示),但是纳斯达克指数从 1992 年的 460 点低位飙升至 1994 年初的 800 点高位(如图 2.16 所示)。失业率在 1992 年继续上升(6.9%),但在 1993 年轻微跌至 6.1%。然而,国内生产总值增长率在 1992 年大幅度地提高至 3.3%,1993 年也增长 2.4%。经济复苏正在进行,股价依旧相当坚挺。这里我们需要提醒自己,每股收益的增长是和长期的国内生产总值增长联系在一起的,而股票价格最终是和这两者联系在一起的。即使是这样,我们也不应该考虑 10

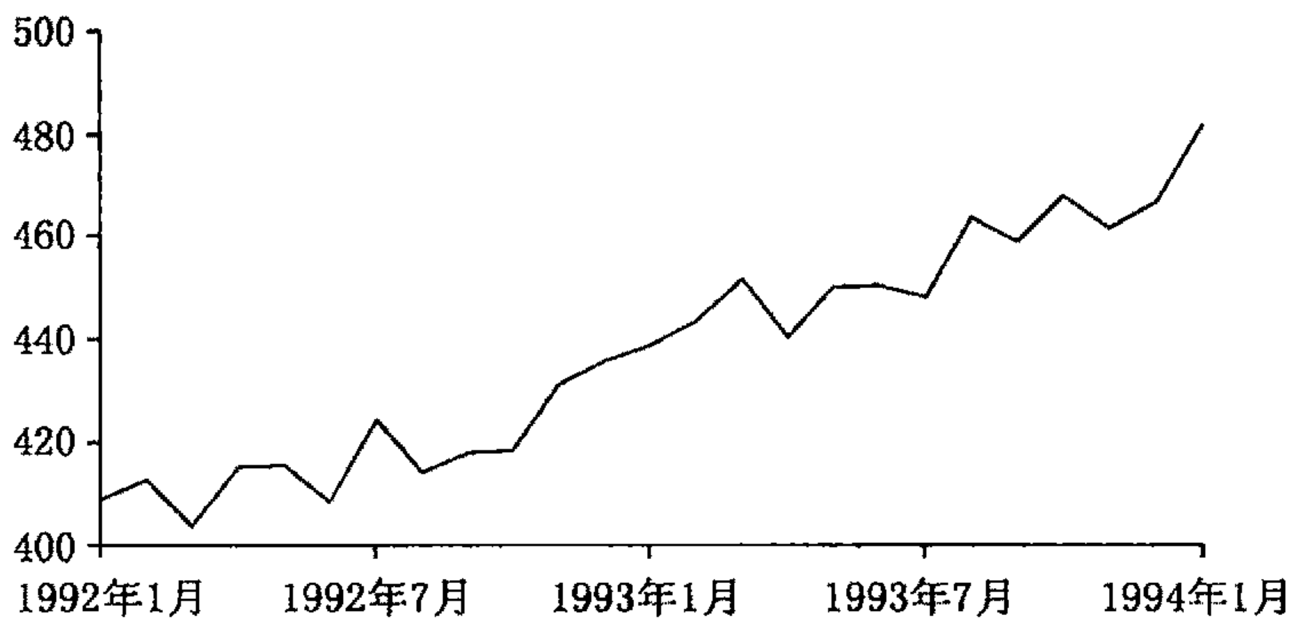
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年期债券的无风险利率，1994 年当利率突然提高的坏消息传来时，股票价格几乎立即窒息，但是国内生产总值的增长在一年之后才减慢下来。



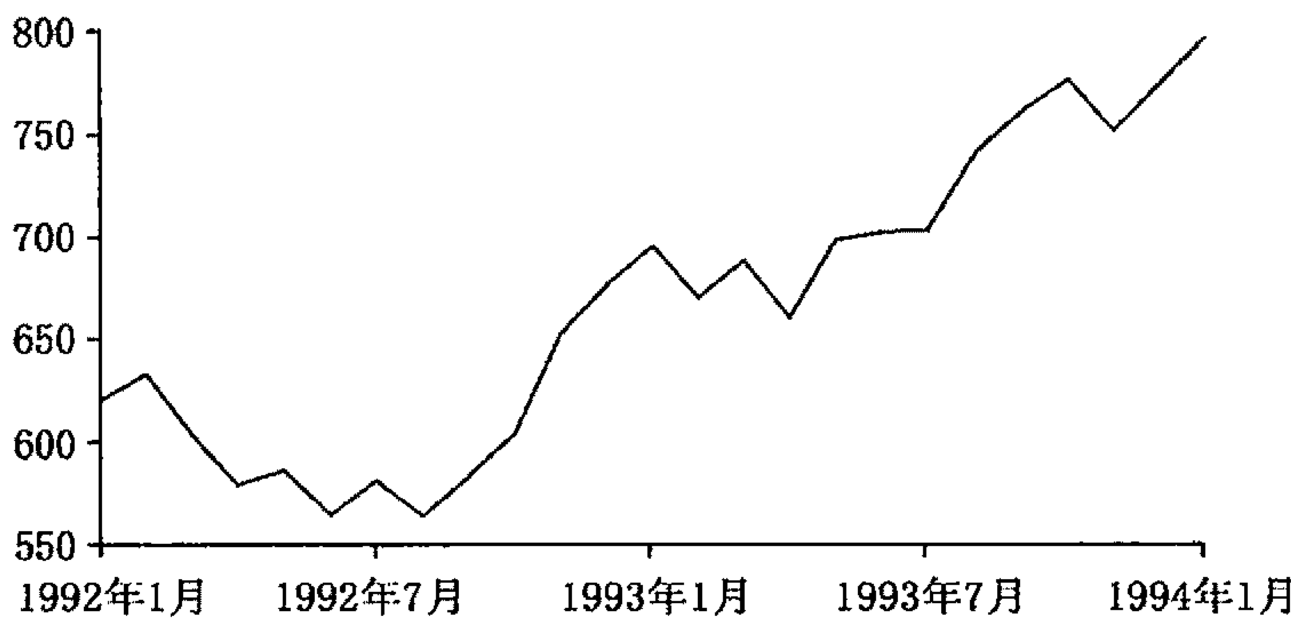
资料来源：纽约证券交易所。

图 2.14　道—琼斯指数（1992～1993 年）



资料来源：纽约证券交易所。

图 2.15　标准普尔指数（1992～1993 年）



资料来源：纽约证券交易所。

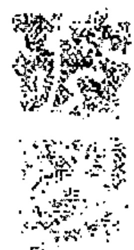
图 2.16　纳斯达克指数（1992～1993 年）

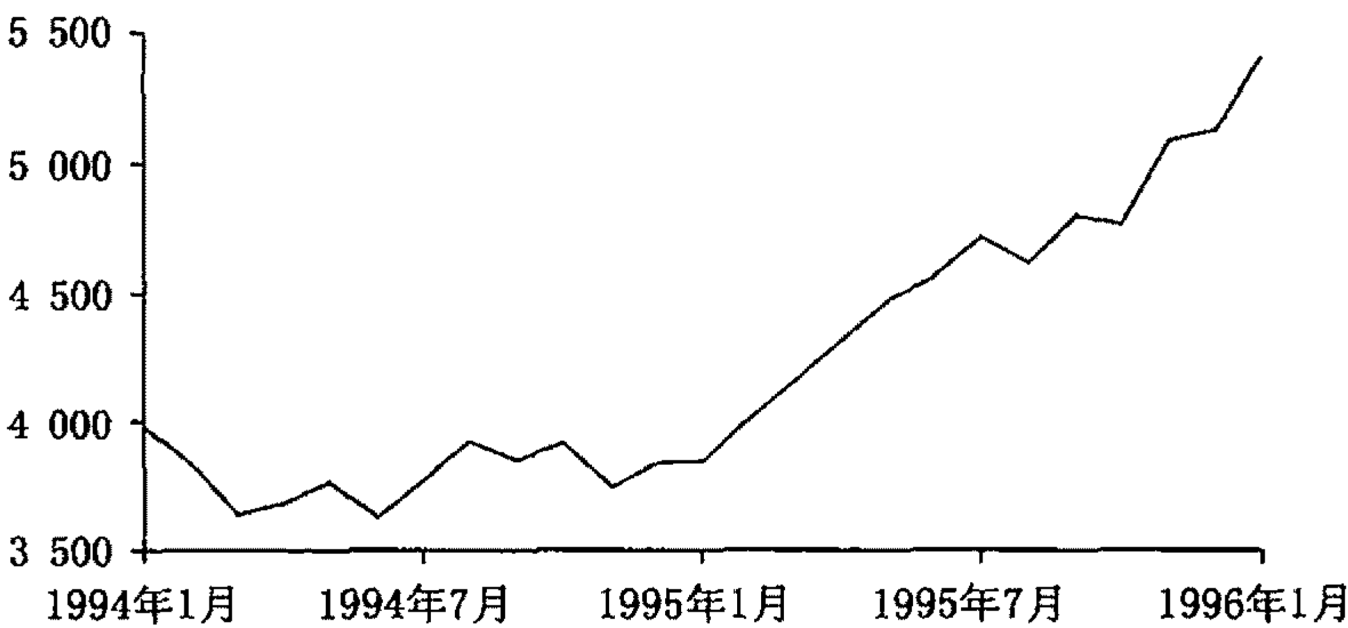
The World Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策引导下的修正:1994～1995 年

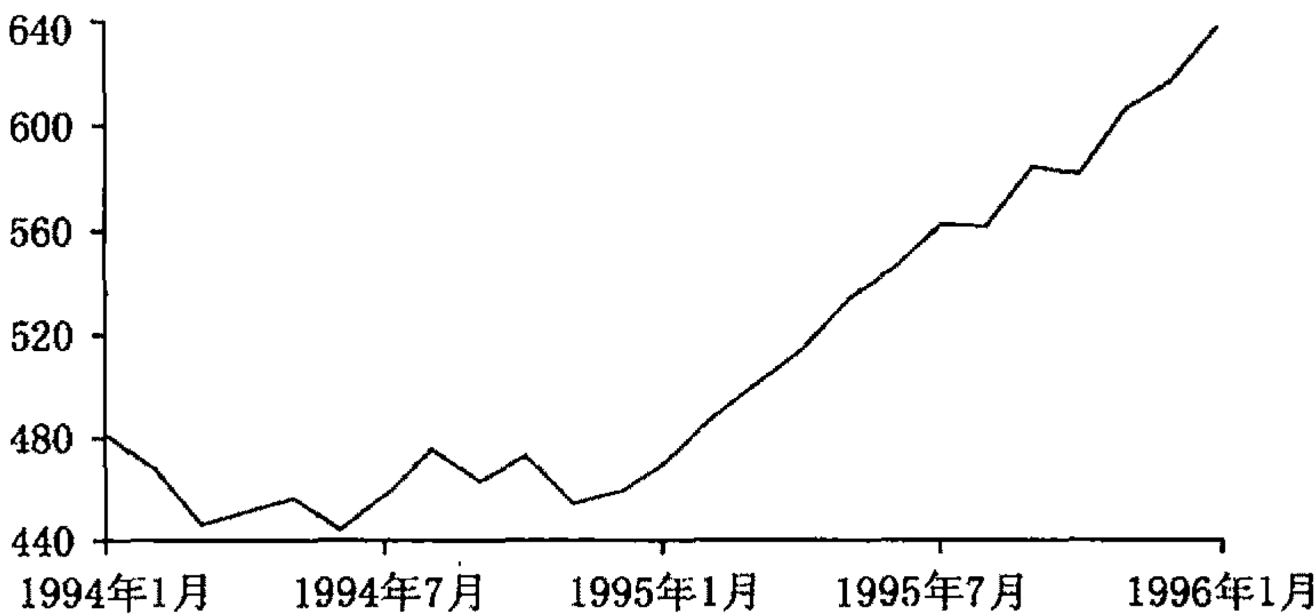
由于美联储提高了利率,1994 年对道—琼斯指数来说是艰难的。乐观的投资者遭受了打击,大熊光顾了债券市场。1995 年,道—琼斯指数出现了大的反弹,给出惊人的 33.4%的收益率(如图 2.17 所示)。标准普尔指数平均每年上升 16%,纳斯达克指数上升了 14%(如图 2.18 和图 2.19 所示)。国内生产总值增长率在 1994 年稳定在 4%,但在 1995 年下降至 2.7%,原因是高利率的滞后性冷却了经济活力。失业率持续下降至 1994 年的 6.1%和 1995 年的 5.6%。事实上,在随后几年,失业率一直保持了这种向下的趋势。





资料来源:纽约证券交易所。

图 2.17　道—琼斯指数(1994～1995 年)

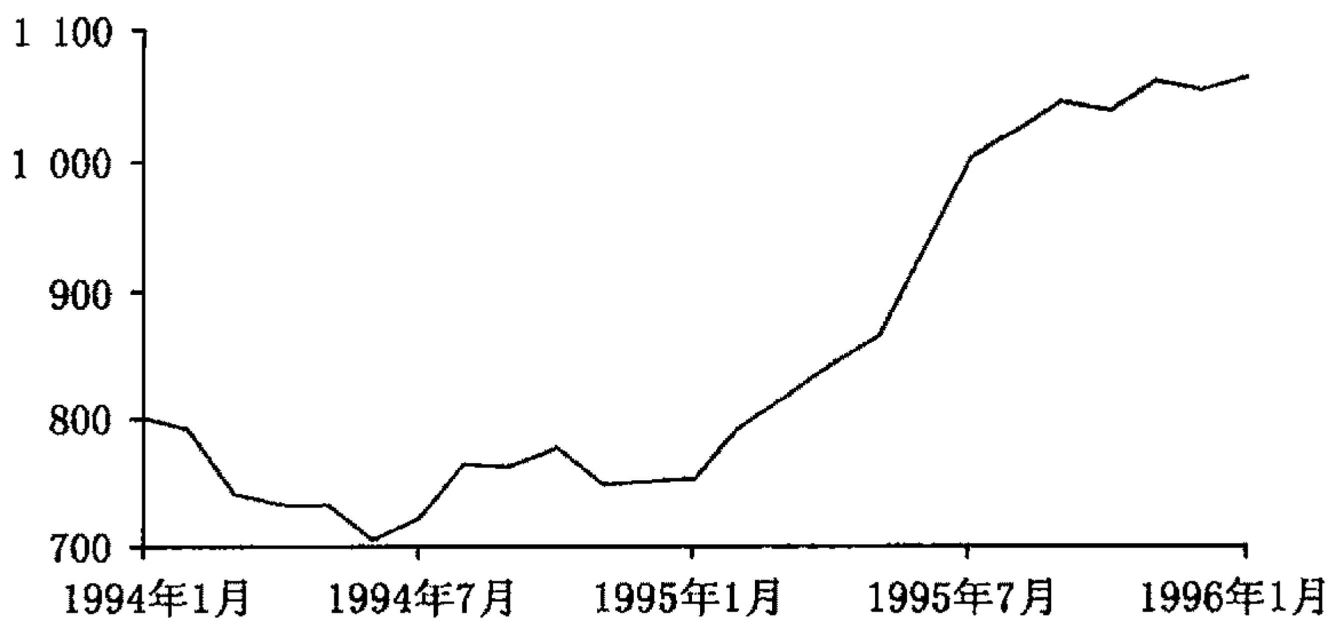


资料来源:纽约证券交易所。

图 2.18　标准普尔指数(1994～1995 年)

在 1994 年年初,美联储变得越来越焦急,因为通货膨胀正显露出它丑陋的头角,克林顿政府遭到了警告:美联储意图提高利率。然而,通货膨胀压力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:纽约证券交易所。

图 2.19 纳斯达克指数(1994~1995 年)

的迹象非常混杂。实际上雇佣成本指数(ECI)从 1992 年的 3.5%缓慢上升至 1993 年的 3.6%。同一时期,服务业的雇佣成本指数也从 3.2%上升至 3.6%。更重要的是,单位劳动力成本出现了大幅上升,从 1993 年的 1.2%上升至 1993 年的 2.1%。然而,在 1994 年,当雇佣成本指数跌至 3.1%时,单位劳动力成本增长率却跌到了 0.8%。其他的过热迹象来自于股市,道—琼斯指数从 1993 年初的3 100点激增至年末的近 4 000 点。当道—琼斯指数突破 4 000 点阻力时,我正在塔拉哈西(Tallahassee)收看美国财经频道,我就知道格林斯潘的干预不会太远,因为他反对"过于乐观"。我不必等太久,他就会迅速行动。

1994 年 1~4 月间,美联储多次调高了联邦基准利率,从 1993 年的平均 4.2%提高至当年的平均 5.8%。当年长期债券的平均收益率突破了 7.3%,在某些时候甚至超过了 7.6%。当 1995 年利率开始下调时,股票价格开始上升,到年末出现了可喜的复苏。

格林斯潘的先发制人式抑制通货膨胀的基本理论基于以下两点:当投资者看到美联储决心提高收益率曲线短期端的利率时,通货膨胀预期会从系统中消失,长期利率会下降。前者在某种程度上实现了,但后者没有实现,至少在短期内没有。然而,长期债券的利率在 1995 年的确下降到了 6.88%,虽然这有些滞后,格林斯潘的赌博在某些方面得到了回报,但对此也有保留的意见,认为这项战略在某种程度上杀伤力过大。股票、债券的资本损失和产出的流失就是所付出的代价。衰退是我们必须要经历的吗?通货膨胀这条巨龙能不能一直被压制住而不让它爆发出它通常具有的破坏力呢?还有,格林斯潘的战略是不是建立在旧范式和旧产能制约路标上的呢,而这些约束是否正变得越来越不相关?直到今天,仍有人质疑美联储在 1994 年应对"想象中的威胁"时反应过激,认为这并非"真正现实的"危机。针对这种批评,格林斯潘(Greenspan,1997e)的回应是:"因为通货膨胀没有出现,有些人就批评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在1994～1995年的行动，对此我觉得很可笑。实施从紧政策的意图就是防止通货膨胀，能有这样的成绩，我对我们的行动感到很满意，因为它们是必需而有效的，是有助于支撑可持续的经济扩张的。"因为这些责备，格林斯潘对于将他的观点强加到数百万投资者身上并形成一种市场观点，显得似乎有点沉默，并对按照自己的观点来刺破资产价格泡沫的做法有所克制。

1994年的尘埃落定之后，投资者又在1995年满怀热情地回到了股票市场。通货膨胀的威胁得到了缓和，有明显的证据表明，美国联邦政府的预算赤字在进一步萎缩，从1993年国内生产总值的3.9%降至1994年的2.9%，再降至1995年的1.4%，创下20年以来的最低水平。这种赤字的减少可主要归因于活跃的经济活动增加了税收收入，而不是公共花费的削减。这种趋势使消费者确信，作为财政绩效的局部后果，30年期债券收益预期会进一步减少，未来的所得税的威胁也可能缓解。事实上，克林顿政府立法通过了降低遗产税和资本所得税税率，这进一步刺激了美国的富人阶层去投资。至此，推高道—琼斯指数的投资氛围已经成熟。

高涨、高涨、偏离：1996～1997年

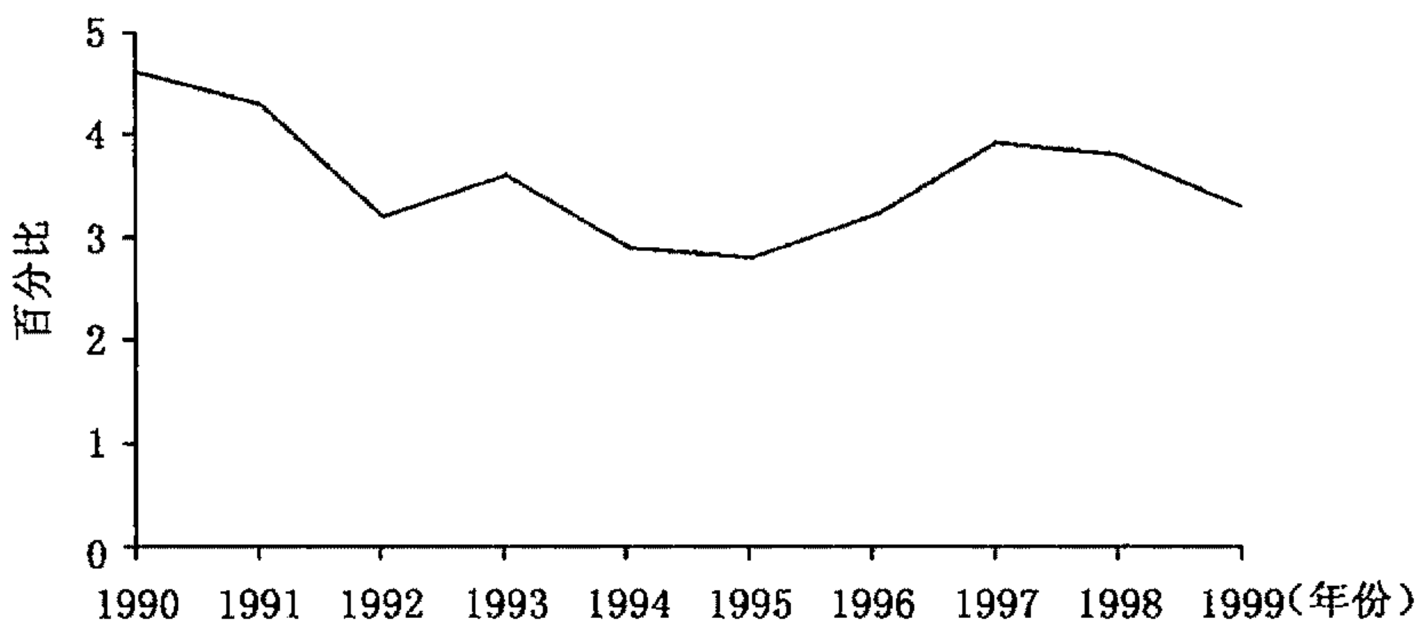
美国经济的实际增长率在1996年超过3.7%，在1997年继续上升至4.5%。失业率从1996年的5.4%降至1997年的4.9%。格林斯潘主席认为，这种强劲的经济活动主要归因于低利率、在合理的"宽松经济"中可获得充足的信贷、减少预算赤字的协同努力以及1995年美联储政策的放宽。换言之，"适宜的"政策为私营企业的繁荣提供了稳定的经济环境。事实上，美联储在1995年12月和1996年1月调低了联邦基准利率至5.25%。但是，为了响应强劲的经济活动，在1996年中，美联储又将中、长期利率调高了1个百分点。有担忧表示，经济活力的增加会在不久的将来导致通货膨胀的复苏。因此，随着股价和利息同时上升，1996年底，美联储的政策开始偏向遏制。

事实上，相对于1995年的3%，通货膨胀在1996年仍处于可控制范围内，核心通货膨胀率为2.5%。食品价格和能源价格均上升，1996年石油价格涨幅超过了30%。但是，有些消费品和资产商品的价格出现减速，消费者物价指数(不包括食品和石油)实际上仅仅上涨了1%，这一数字与前几年相比非常低。按照格林斯潘的想法，低通货膨胀既是充满活力的经济的表征，又是它的起因。对人力资本和实物资本的长期投资变得红火，也是低通货膨胀带来的效应。对照历史基准，这么高的产能利用率却没有引发通货膨胀性过热，这是很奇特的。美联储实际上也对为什么没有出现预想的"正常关系"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而深感迷惑。一些临时性的因素在抑制通货膨胀压力中起到了作用，例如，美元的弱势以及疲软的外国经济体使得进口价格较低。其他力量也扮演着安全阀的作用。劳动力市场比较紧张，却没有产生相应的工资后果。这也许是因为在这样一个科技快速变化的环境中，工作的不稳定性使得劳动者的诉求减少？随着更加复杂的计算机软件和通信革命的到来，很大一部分商业的存活期仅仅为几个月。劳动力财富与这种进步潮流联系在了一起。其他理由还有：国内放松管制、面临更激烈的国际竞争、规模经济变得更大和医疗保健花费减少。然而，所有这些影响都受制于报酬递减规律，因此，它们更像是抑制工资增长的一次性驱动因素。

尽管 1996 年的工资增长速度比 1995 年稍微快了一些，但并没有给核心消费者物价指数带来溢出效应。与 1995 年的 2.6%相比，雇佣成本指数在 1996 年增长了 3.1%（如图 2.20 所示）。换言之，尽管劳动力市场很紧张，但它对核心通货膨胀率并没有出现明显影响。这种受抑制的工资成本增长能够持续多久呢？这种劳动力市场紧张和工资增长，以及工资增长和通货膨胀之间的反常关系，偏离了人们之前的认知，并引起了格林斯潘主席的关切。他的回应是，即便工资的膨胀是正向的，但生产率的可观增长抑制了单位劳动力成本的增长。随着美元的升值，进口价格受到抑制，美国企业明显地失去一些定价能力，面对更严峻的全球性竞争，公司希望能保住市场份额。总之，美国经济享受了工资和价格的稳定，这大大出乎美联储的意料。旧时的关系哪里去了呢，更明确地说，旧时的敌人——通货膨胀哪里去了呢？

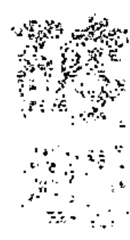


资料来源：美联储。

图 2.20　雇佣成本指数

现在来考察金融市场。尽管市场利率提高了，但银行仍渴望支持企业，因而放宽了借贷标准。无风险的政府债券和公司债券之间的利差开始减小。因此，在经济周期高涨的前景之下放贷生机勃勃。家庭贷款尤其强劲，金融公司也参与到了这场派对之中。美联储指出，抵押贷款以 7.5%的速度增长，这是 1990 年以来最快的增速了。消费者贷款以 8.25%左右的速度增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



长，但远小于前一年。整体上，家庭部门的贷款增长为 7.5%，但低于 1995 年的历史最高水平——8.25%。家庭部门的贷款负担（占个人收入的百分比）接近 17.1%。银行灵敏地注意到这种贷款风险，从而纷纷从消费贷款转向家庭资产贷款——也许是受到担保的激励。正如第七章所要讨论的，银行能够将它们的大部分家庭贷款资产证券化，为它们更激进的商业贷款在资产负债表上腾出"空间"。虽然消费贷款资产的恶化让银行感到吃惊，但健康的家庭资产状况多少让它们受到鼓舞。超过 2/3 的住房贷款资产的增长都可归因于股价的猛涨。

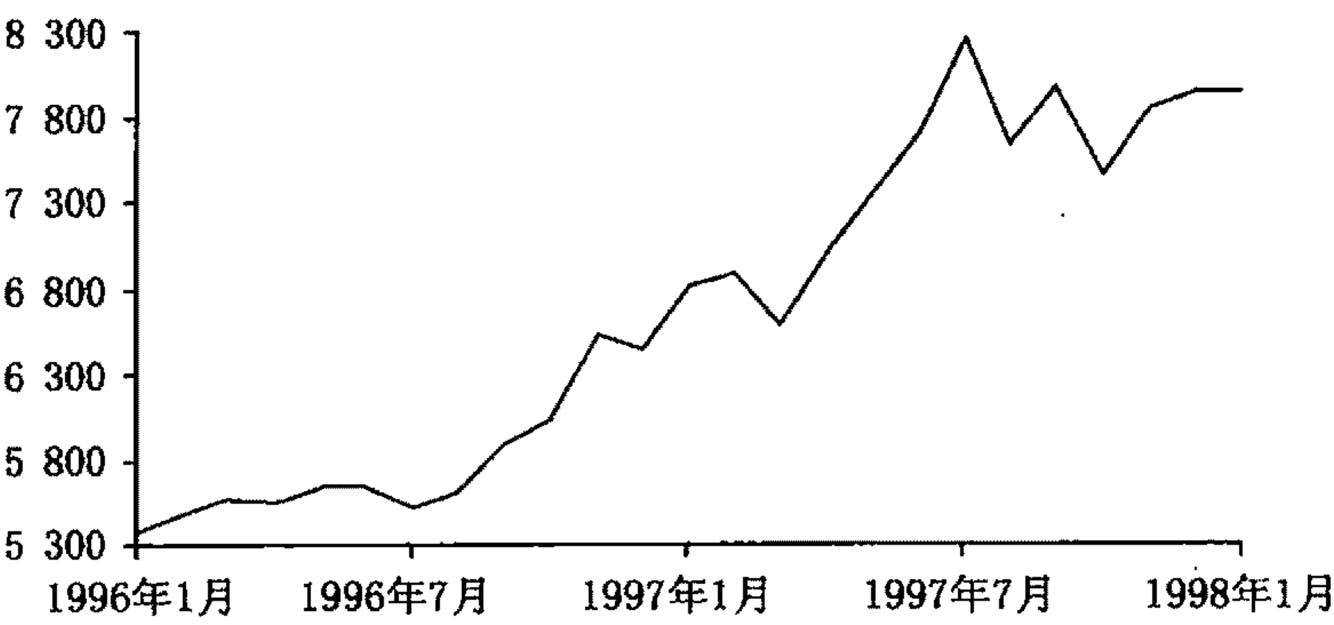
美国经济强劲地迈入了 1997 年。有迹象表明，消费已经达到了能力的极限，债务负担间接引发的破产和拖欠越来越多。信用卡和汽车贷款受到特别的关注，但它们也许应该出现在经济周期高涨阶段。公司利润当年以强劲的 14%的速度增长，但还不足以满足利用外部资金来推动投资繁荣的胃口。获得商业贷款很容易；同时，分级债券投资和美国国债之间的利差很小——部分原因是来自亚洲的大量资本的涌入。在这样有利的氛围之下，发放公司债券也刺激了投资。

1997 年上半年，中期和长期利率均出现了上升，这反映出社会上存在着超出经济产出潜力的超额需求，这可以通过多年来大量进口品的涌入来验证。住房销售同样高涨，单身公寓建筑更是连续六年达到 100 万套的高销量。多户住宅的销量连续四年增长。如此过热的结果导致联邦基准利率在 3 月份从 5.25%提高到 5.5%。事实上，美国联邦公开市场操作委员会发出了声明，并采纳了从紧的措施。到了年中，经济增长开始放缓，通货膨胀亦得到了控制。亚洲金融危机的影响越来越明显，出口增长放缓，资金洪流涌入美国资本市场，使得 1997 年末国债收益率下降。资金大量抽逃，金融危机的不确定性笼罩着亚洲，而美国的发展前景也越来越悲观，美联储重新采取了"平衡的"货币政策。

1995 年的股价上涨是在债券利率下降的背景下产生的。1996 年，债券利率出现上升，而股票价格却继续攀高。1996 年，道—琼斯指数上升了 2.6%，1997 年上升 2.5%（如图 2.21 所示）。标准普尔指数和纳斯达克指数的年收益率都在 27%左右（如图 2.22 和图 2.23 所示）。"典型的"情形是：在预期经济高涨时，公司利润和利率会同时上涨。盈利—股价比出乎意料地跌落。标准普尔指数的股利—价格比从 1995 年的 2.19%跌至 1996 年的 1.77%。

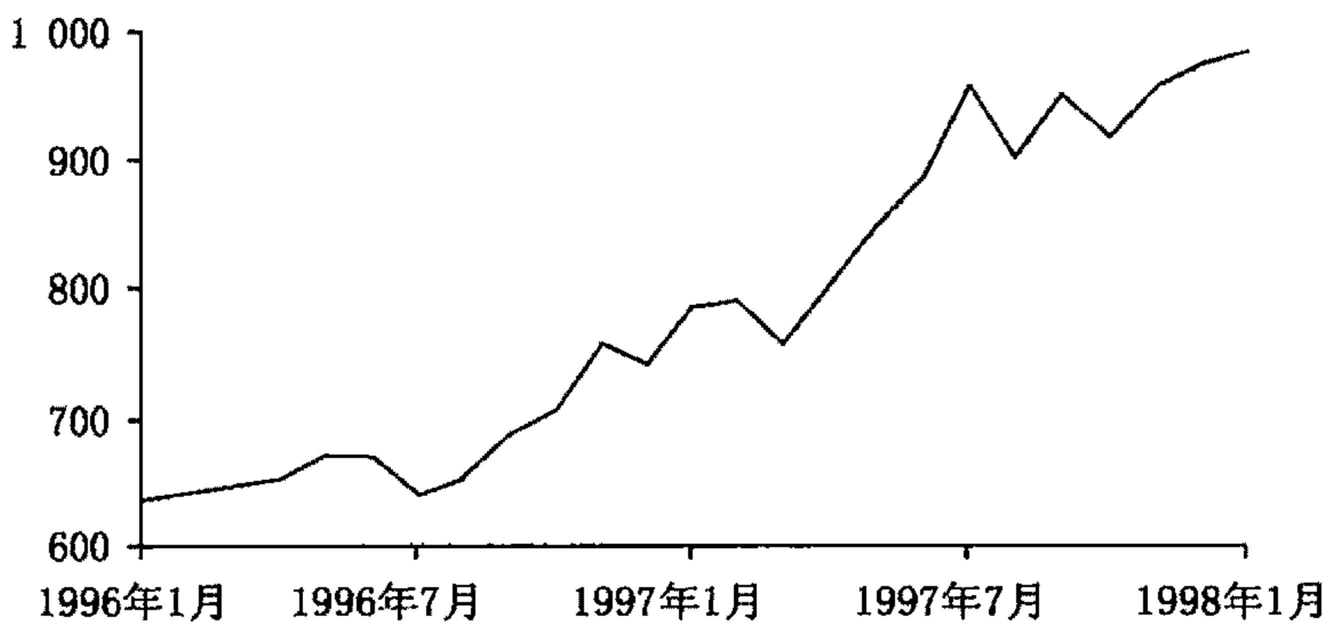
向前看的投资者预测经济会平缓下来，并会减少经济平衡增长中断的可能性。因此，风险溢价下降，产生了一种等待的氛围，认为公司盈利能力下一年会增加，这对股市的抢先介入是合宜的。事实上，股票分析师一直都积极乐观地预测市场的表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



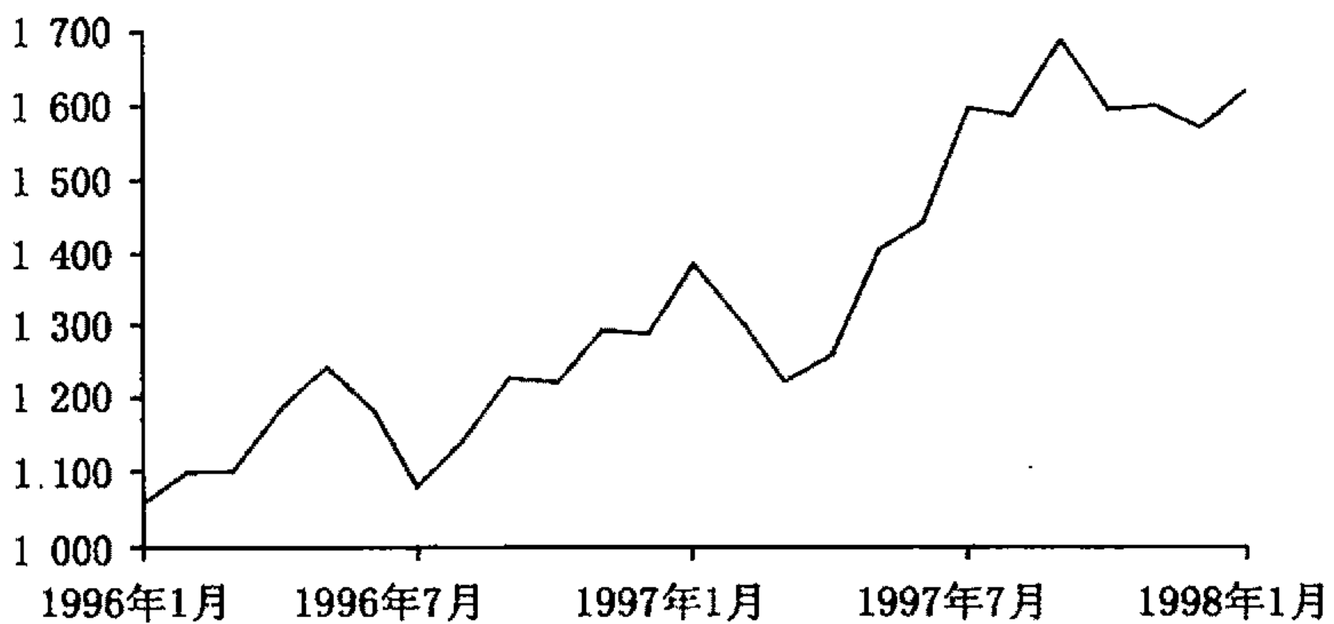
资料来源:纽约证券交易所。

图 2.21　道—琼斯指数(1996～1997 年)



资料来源:纽约证券交易所。

图 2.22　标准普尔指数(1996～1997 年)



资料来源:纽约证券交易所。

图 2.23　纳斯达克指数(1996～1997 年)

尽管经济会冷却下来,但格林斯潘主席 1997 年初在美联储主席国会听证会(Humphrey Hawkins testimony)上还是表示,要“加强预警”。他提醒,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要对通货膨胀性失衡保持警惕，并指出，它有可能会在某些方面"破坏"经济的扩张。似乎有必要采取和 1994 年相似的限制措施来抑制通货膨胀，因为等待时机行动的危险可能会比等待未来经济数据公布及经济态势明了的危险更大。格林斯潘也表明，引发通货膨胀的力量在各个经济周期并不一样，所以在做出评判前还须十分谨慎。一些他所关注的可能引发通货膨胀的因素并没有改变。例如，高产能利用率、工薪阶层为了稳定的工作而妥协于缓慢的工资增长，以及消费不可持续性地增长。股票价格上升对消费者产生财富效应，再加上"充分就业"和工资增长，这些都刺激消费者去花费。消费者对未来很乐观，所以敞开了钱包拉链。消费者的负债水平达到历史新高，信用卡违约行为也自 1995 年起逐步增多。格林斯潘质疑消费和产能之间的失衡会带来危险，这是有道理的。

对于金融市场的健康发展，格林斯潘(Greenspan，1996)提醒："金融市场的参与者似乎坚信，在目前良好的环境之中，公开市场操作委员会将无限期地成功。"金融市场的参与者不能预见，猛烈下滑的关键原因是过度自信，并为此承受严重的资本损失。乐观主义的浪潮和金融过剩促使自身膨胀，从而导致了资产价格泡沫，这又反过来产生自满。经济出现如此平静的部分原因是，企业借款者的风险溢价处于历史的低位。外部信贷很容易取得，由此推动了投资的扩张。格林斯潘认为，1996 年股价偏"高"，但这也许是对未来更多盈利预期的确认。然而，这种低利率环境可能会产生与风险评估有关的错误的安全感。股票评估似乎是要"微调的"，因为对预期的变化非常敏感。美联储对广泛的低风险溢价及市场对收益估计过高表示担忧是有道理的。然而，美联储并没有对股票估价进行"裁决"，但是格林斯潘的确在 1996 年 2 月的参议院会议上表达过他的观点，用他的话说，是"非理性繁荣"。

美国经济是否已经达到一个"新纪元"或"新范例"，这在美联储看来，不太可能，因为历史已经被所谓的新纪元们弄乱了。在格林斯潘看来，美联储对经济中的失衡必须格外小心，即便这种失衡的形成过程很缓慢，毕竟这是中央银行的职责。

美联储预期，1998 年的实际国内生产总值增长率在 2%～2.5%之间，通货膨胀率停留在 2.25%～2.5%之间。然而，美联储还是低估了经济扩张的步伐，因为实际国内生产总值实际上增长了 4%。

修正和一次重要的复苏：1998～2000 年

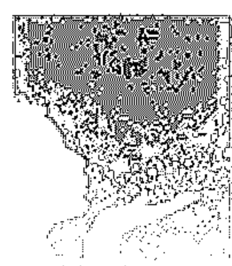
1998 年，美国经济持续增长，其增长率在 4%左右，失业率稍稍降至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.25%，达到了29年来的最低水平。尽管经济增长速度如此之快，但通货膨胀率仍然很低，造成这种状况的部分原因是商品价格比较温和，原油价格下降，同时进口价格相对较弱。企业继续在创新和高精尖技术上投入重金，这有力地刺激了劳动生产率的增长。毫无疑问，全球性竞争和技术进步的加速是加大革新投资的驱动力。或许熊彼特的创造性破坏就是20世纪90年代繁荣的真正动力。尽管美联储一直都关注劳动力市场的紧张局面，但也承认，生产力增长对通货膨胀有抑制作用。单位劳动力成本增长了2.4%，雇佣成本指数则以3.5%左右的速度在稳定增长。然而，来自海外的威胁，譬如1997年末的亚洲金融危机，削弱了美国的出口。对于亚洲金融危机引发的破坏性，存在着很大的不确定性因素，不仅对这些国家本身，对美国潜在的出口也是如此。格林斯潘处于进退两难之中，国内存在要求货币紧缩的压力，而全球则普遍要求降低利率，以保持经济动力。高利率和美元走强会进一步伤及亚洲，因为它们需要偿还以美元计价的债务。

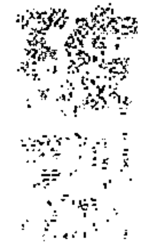
美联储预期，1999年实际国内生产总值增长率会在3%～3.25%，通货膨胀率会停留在2%～2.5%之间。但美联储再次低估了增长的势头，因为增长率实际达到了4%。

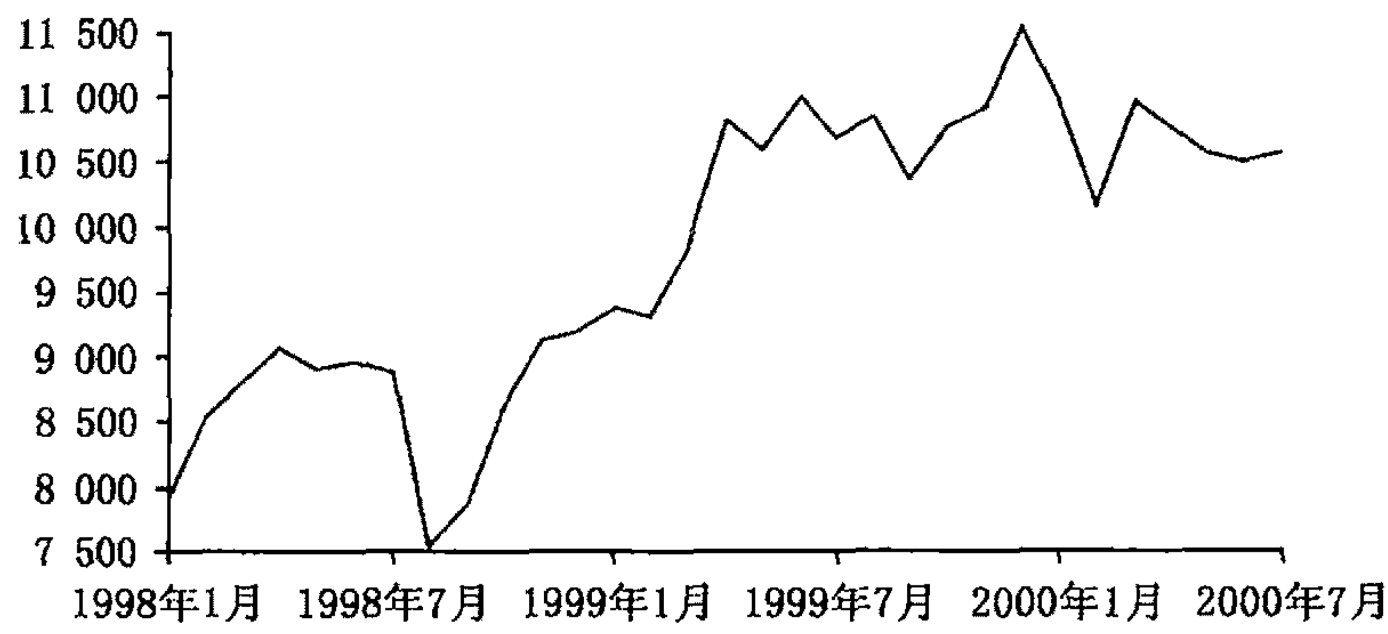
经济增长以强劲态势迈入1999年，实际国内生产总值增长4%，失业率降至4%，这是30年来的最低点。促进实体经济增长的重要因素是不断加速的生产率增长，导致单位劳动力成本在当年的下半年出现实际降低。一般雇佣成本指数和服务业的雇佣成本指数分别从1998年的3.5%和3.8%降至1999年的3.2%和3.3%。为了应对成本的制约和价格的稳定，证券分析师们继续修订他们对公司收益增长(这代表了生产率增长)的预期，因而有理由进一步支撑股票价格。同时，来自于股票价格上涨的财富效应继续支撑着消费者消费。美联储估计，每增加1个美元股票市场的财富，就会有3～4美分用于追加消费者的消费。而且，1995年以来，资本投资的繁荣间接地促使国内消费额外增长了1个百分点。既然消费和投资如此繁荣，而供求之间的失衡又在不断扩大，那么这种过紧和压力怎么能不引发通货膨胀呢？以上关于生产力起因的解释依旧存在，但也有了"新雇员"：国外劳动力的净流入和对国外进口商品的依赖。这些是美国经济繁荣的安全阀，但并不是高速经济增长的永久的"解决方法"。



如图2.24所示，1998年8月，道—琼斯指数在亚洲金融危机的压力之下，从9 000点狂泻至7 500点之低。然后在1999年，它以一种隆重的方式复苏，达到了11 497点之高。然而，纳斯达克指数的反弹却行动迟缓，从1 500点之低回调至4 650附近的高点(如图2.25所示)。纳斯达克指数在2000年则突破了5 000点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





资料来源:纽约证券交易所。

图 2.24　道—琼斯指数(1998～2000 年 7 月)



资料来源:纽约证券交易所。

图 2.25　纳斯达克指数(1998～2000 年 7 月)

真实的泡沫?

格林斯潘对 20 世纪 90 年代繁荣的动态曾多次提出警示。在短期内,加速的生产率将导致总需求增长超过总供给。供求之间拖延的失衡是不可持续的。竞争优势的增加提高了大家对未来生产率发展的期望,这又进一步刺激了投资和资产价格的上升,更有利于家庭财富的增加。这又带来更强的短期消费力,考验着现有的生产能力。这种动力—预期—强化的繁荣有着它自身的生命力。它展示了未来的收入增长可以产生消费的现象。这和萨依定律(Say's Law)——供给创造它自身的需求——是相悖的。因而,生产率的提高增加了现期商品的供给,同时与扩大的需求相适应。对于这种基本观点要警惕的是,生产力加速带来的乐观情绪会引发作为劳动者的消费者以未来不确定的收入增长来增加当前的负债,从而获得满足。美联储面临的难题就是,削弱公众对未来生产率增长的预期,因为当前生产率的繁华可能只是短

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

暂的。另一方面，如果生产率的快速增长被投资者相信是长久的，他们会对将来过于乐观，对每股红利增长的预测过高而变得华而不实。这种状况在 20 世纪 90 年代后期发生了，因为投资者预期生产率会持续加速增长，并转化为每股收益的加速增长。这种转换远比投资者预期的要缓和得多。

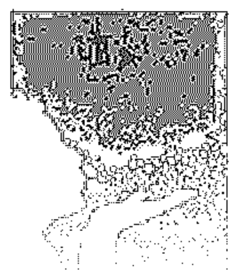
崇尚"前瞻性生产率范例"对于理解为什么美国总需求会超过总供给非常关键。为什么执行一个适宜的货币政策会变得越来越复杂，理解这些也是至关重要的。我们面对的是一条双头的龙（双重膨胀）。传统武器的威力不足以杀死这种类型的龙。此外，财富效应可能并不是源于生产率的快速上升，而是源于引发家庭"超前消费"的盈利能力和投机资本所得。现在看上去是"良性循环"，或许之后就掉转头成为了"恶性循环"。美联储应该对未预期到的资产价格缩水更加警惕，这会给商品市场和劳动市场带来震荡。也就是说，如果这些财富效应比生产力带来的流动性更强，就会产生资产价格的缩水。

金融前景

劳动力和产品市场紧张到一定程度，金融市场就会出现对资金需求增大的信号。事实的确如此。资金需求增大带动了公司债券的利率上升，但不足以抵消公司盈利能力预期的增加。资本边际生产率（MPK）和资本成本之间的差距，即投资边际效率（MEI），刺激着股价。当股票价格上升得比家庭收入更快时，增加的财富就会产生一股力量来推动消费，从而消费和产能之间的失衡就会进一步加大。按照美联储的说法，消费不可能持续地超过收入增长。尽管之前两年利率都在上升，但对利率敏感的消费并没有减少，这说明实际利率还没有达到足够高的水平来填平供求间的失衡。



除了劳动力市场的紧张和财富效应外，美国的通货膨胀压力还面临其他方面的威胁。20 世纪 90 年代的大部分时间内，外国经济体还很弱，而美元走强，但到了 2000～2003 年，这种对立面因素蒸发了，从而外部因素最终可能带来通货膨胀的压力。2003 年更高的商品价格增加了美国国内的生产成本。



随着 2000 年的到来，美联储观察到了消费的减缓，并且试图从几个方面来解释这一现象。首先，原油价格的猛涨开始引起消费者和企业主的担忧，因为这更具有持久而非短暂的特征。其次，资产价格显示出波动性，譬如纳斯达克指数经历了年初跳水，紧接着又出现反弹。家庭对这种财富来源的动力和信心下降。第三，债务负担在增加，一部分是由于利率上升，另一部分是由于新房销售火热。债务的累积远比债务偿还这种"酸性检验"要容易得多。第四，1997 年以来，耐用性消费品的存量上升。也许更重要的是，家庭内这种存量突然上升，已接近饱和状态。当家庭对这种商品的需求暂时饱和时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某一点一定会出现上升的阻力。毕竟，美国汽车制造商是用“无息”交易和其他甜头来吸引顾客的。因此，在 90 年代后期，超额需求对生产能力产生的压力，随着经济的自然冷却也显示出了减轻迹象。

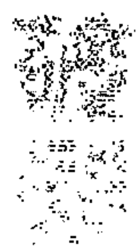
结 论

20 世纪 90 年代充满了反常和悖论。当评价在上一个十年间，货币政策的实施及有效性时，美联储会收到赞许的报告。也就是说，美联储对经济系统面临的大部分冲击采取了可行并及时的措施，这其中也许不包括 1994 年富有异议的“先发制人”式的通货膨胀抑制。商品和服务业的通货膨胀远远低于前面几十年，这项成就增添了美联储的信誉。20 世纪 90 年代充满了悖论。例如，尽管劳动力市场紧张，但并没有引发通货膨胀，也没有出现通常情况下的“到期复苏”现象。美联储一再低估了实体经济的力量，实现了高速的经济增长速度而没有引发通货膨胀，这种现象与过去的经验不相符合。毫无疑问，生产率的增长抑制了单位成本的上升，加强了实体经济的扩张。然而，副产品产生了，正如格林斯潘指出的，因为预期生产率的提高通过财富效应传入消费，因此存在一种致命的副产品。

但是，正如本书第七章将要讨论的，经济学家，譬如坎特伯雷、加尔布雷思（Galbraith）、克鲁格曼（Krugman）和瑟罗（Thurow），指责美联储缺乏技巧，没有能在通货膨胀如此良性的时候刺激出更多的产量增长。失业率在没有通货膨胀代价的时候应该可以下降得更低，所以美联储使美国人放弃了数百万美元的产出，也使劳动者损失了工资。这些经济学家认为美联储过于墨守成规，仍信奉那些在政策制定中已不再适用的范式。

另外一个严厉的指责是资产价格膨胀的升级。当这种膨胀出乎预料地咆哮起来，并偏离商品价格膨胀的正常比率时，这已经成为美联储的肉中刺。问题是，驱动实体经济的力量在某种程度上偏离了那些驱动金融经济的力量，这为实施货币政策提出了难题。我们将在第五章进一步探讨，为什么生产率增长和它进一步增长的预期会推高美国股票的价格，但这只是部分地解释了这场股市的爆发。本章揭示了 20 世纪 90 年代资产价格的泡沫是如何由货币流动性、充足的信贷和投机促成的发展轨迹。

同时，我们将转向评估技术和策略的研究，为什么呢？因为我们希望解释，为什么股票估价会偏离基本面？为什么“市场有效性”会失效？以及为什么“理性的投资者”没有表现出理性？这将是第三章的任务。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

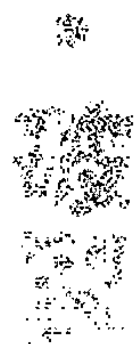
第三章 估值方法和投资策略

引 言

在本书第一章，我们粗线条地考察了美国股票市场的长期表现。在第二章，我们把分析的重点集中在20世纪90年代的牛市上。而在本章，我们将考察投资者"如何"并且"为什么"选择投资股票，而非其他形式的资产。本质上，这是对资产组合理论的一项批判性考察。正如在上一章我们所讨论的，当投资者想在长期完全地保有财富时，会面临一连串的风险：通货膨胀、税负制度、利率变化，当然还有商业周期的潮涨潮落。保有持续的高额收益的愿望必然伴随着高于正常水平的风险，这是不可避免的。在本章，我们将区分两种不同类型的风险：由经济周期导致的系统性风险，以及由于资产组合过于单一而导致的非系统性风险。前者与股票估值及收益率的表现密切相关。在股市繁荣时期，一些美国投资者乐观地认为，商业周期不再是一项威胁，或者甚至已经完全消失。系统风险的感知确定性地转变为无约束的乐观情绪。就面值而言，传统的估值技术被抛出窗外，不再采用。股价被高估的警示信号被忽略。在本章，我们将勾勒出少许公正的标准来估值股票，并试图解释股价之所以会偏离经济基本面甚至偏离驱动股价的首要基本因素——预期收益率或预期每股收益。

市场的有效性使得市场始终能够自动复原。所有的现存知识均体现在股价之中，并且投资者大体上能够正确估价股票。然而，股市并没有自动复原，这已被2000～2003年的衰退所证实。在本章，我们一再提出的警告就是：根本没有"科学方法"可以确保成功地"正确"估计股票价值。毕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



竟，对公司盈利的估计注定是波动的，所以需要对现有股价重新估值。股票市场也对各种"新闻"及未预期的冲击非常敏感，遑论谣言及恐惧所引起的廉价清仓。正如第一章所讨论的，为适应变化中的激励因素，投资者的行为已经发生变化。正如希勒（Schiller，2000）所指出的那样，经济基本面并不能完全解释 20 世纪 90 年代股票市场的剧烈波动。正如本书所强调的，股价的过度上涨，不仅有人们交易行为方面的力量，而且有泛滥的流动性以及理性投资者对有偏信息的激烈响应。我们将在第四章讨论实体经济基本面之外的"其他"力量。

资产组合选择

在我们着手分析股票估值所采取的准则之前，有必要对资产组合选择理论做一下全面梳理。为什么不投资黄金、原油、土地、房屋、债券、货币市场共同基金，或者甚至直接持有现金，再或者持有以上资产的组合呢？答案依赖于投资者的风险偏好，以及投资策略本质上是激进型的还是防御型的。大家普遍认可的一个投资原则是，分散投资能够降低风险，所以投资者应该持有上面提到的大多数类型资产（包括股票）的一个组合。投资者也应该考虑自己的年龄，随着时光的流失，应该持有风险更小的资产。

有证据表明，投资者的保障和安全来自这样一个事实：并不是所有的资产价格都朝着相同方向变动，更准确的说法是，它们不可能是完全正相关的。例如，在危机或是战争时期，黄金价格有上升趋势。金价也会从美元疲软以及更广泛地持有其他货币的失望中获益。另外，在股票价格下降时，黄金价格也有上涨趋势。金价和股价的这种反向变动关系可以被那些谨慎型和防御型的投资者所利用。因此，黄金不仅可用来对冲通货膨胀，而且可用来对冲股价波动和美元走软。

原油价格在经济面临不确定性或出现危机时也有上涨倾向，而在经济运行平稳或是衰退时有下跌倾向。经济合作与发展组织（OECD）成员国的经济活动是驱动石油价格的最重要的需求面因素，较快的产出及收入增长会刺激原油价格走高。很明显，石油输出国组织（OPEC）试图通过配额制来控制原油供应，从而间接地为原油价格设置最低限价。因此，石油价格从某种程度上讲也是顺周期变化的，但石油还是带有保值性质，用来抵御经济的不确定性以及股市的波动。直至 1980 年，金价和油价之间存在高度的正相关性，当时高油价导致高通货膨胀和更高的不确定性。1980 年之后，这种相关关系稍微弱化，或许是因为通货膨胀缓和，并且企业也重新调整了它们的能源投入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在美国金融史的大多数时间里，债券价格和股票价格携手并进。在"正常"年份，债券价格和股票价格一同起起落落，因为它们是互补的资产：较低的债券收益率（或较高的债券价格）为投资者购买股票大开绿灯。低利率通过多种渠道刺激股价。当通货膨胀持续存在时，这种互补关系正常成立。在长期内，当公司利润和国内生产总值增长时（随后利率就会上升），股票可以用来对冲通货膨胀的侵蚀，由此资金便会从债券市场抽出。债券价格就会有走低的压力，从而股市中的资本收益的潜力更高——在商业周期的上升阶段——因为预期的利润增长抵消了利率上升的影响。

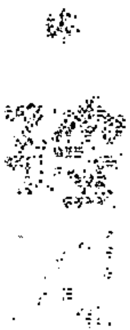
然而，有的时候股票和债券并不是互补资产，而是有替代作用的资产。较高的债券价格也可能是投资者逃离股市、进入债市的反映，而这会降低债券收益率。在这种情况下，绿灯照亮另一条路，债券吸引力很大，因为股市在短期内失去风采——害怕资本损失。因此，这时债券和股票之间是替代关系，投资者担忧资本损失会导致资本转移到更安全的资产市场。这种资产转换多发生在通货紧缩时期（或者担忧出现通货紧缩的时期）。大家预期，伴随着价格的下降，实际利率会上升。因此，如果投资者知道绿灯亮在哪里，那么，这种逆向关系可以为投资者所用。然而，这一投资转移的关键问题是，投资债券市场并不总是安全的，因为就像股市一样，在债券市场，资本获利和资本损失均可能发生。如果转移动机是建立在根基良好的预期上（预期利率将下降），则持有债券能够获得资本收益就几乎是一个自我实现的预言。正是由于这个原因，投资者才会认真倾听美联储政策讲话，以期洞悉货币政策的立场和风向转变的任何蛛丝马迹。这就是为什么对通货紧缩的担忧可以刺激债券市场反弹的原因，因为实际利率有充足的下降空间，从而债券的资本收益将相当可观。

投资不动产也并非总是枯燥不堪的，事实上，在某些时期，从不动产获得的资本升值还是非常令人瞩目的。虽然在 20 世纪的多数时期，股票投资很快就获得收益，但对不动产的投资，虽然增值缓慢，可是也获得了不错的回报。事实上，1987 年股市崩盘后的 1988～1989 年间以及 2000～2003 年间，不动产投资都有较为明显的升值。正如债券一样，不动产既是股票投资的互补资产，又是其替代资产。在如上提到的两个时期，不动产投资都是股票的替代资产。担心资本损失的投资者抛售股票并转而涌入不动产市场、房屋租赁市场，期望能够获得资本收益，或至少避免持有股票资本的损失。然而，在 1996～1999 年期间，这两者之间呈现互补关系：不动产价格和股票价格同时上涨，尽管步调并不完全一致。

最后但并非最不重要的是现金。"现金为王"(Cash is King)的古训在后泡沫时代显得格外可信。当由于不确定性、糟糕的盈利报表或公司治理标准等因素，投资者套现股票时，将钱存入美国银行就显得很有吸引力，并成为安



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全天堂。现金不仅获得了利息回报，而且还有一个其他类型的资产所没有的优势，那就是，它不会发生资本损失。如果一定说现金也存在风险的话，那便是银行倒闭并且联邦存款保险公司无法覆盖所有损失。在最近的美国金融史中，持有货币市场账户是安全但不光彩的投资策略。在某些时候，这样做有其合理性——担忧资本损失，例如，股价暴跌、伊拉克战争、"9·11"事件以及糟糕的治理标准导致投资者重估他们所持有的资产。也许，对通货紧缩的担忧也会促使投资者涌入货币市场账户。

职业基金经理通常会根据专业的金融模型来决定在股票、债券、其他固定收益证券以及现金上的投资比例。每种资产具体投资多少，依赖于投资者所愿意承受的风险大小。在传统模型中，通常50%～60%的资金投到股票，20%～30%的资金投到政府债券，其余的为现金。当然，这并不是说，基金经理不投资黄金及原油，而是基金经理可以通过持有相关行业的股票间接地对其投资。甚至可以通过不动产信托投资基金（REITS）的方式间接投资于不动产市场。近年来以标准普尔指数为标的的投资策略越来越受欢迎，这种完全分散化的投资策略，使得"可规避风险"最小化。然而，购买指数基金（包括REITS）可能过度并自我挫败，因为每一个基金经理的手册都告诉他要这样做。所有似乎成为"模式"的策略不久就会用尽，从而大量资本损失不可避免。

重新配置资产组合的时机非常重要，大型机构投资基金获利的很大一块来自转移投资，而不是来自选择单只股票，或者甚至不是来自选择一类股票。因此，知道什么时候入市、什么时候套现非常重要。平均而言，美国股市在3年中有1年下跌，所以要选择合适时机调整股票仓位。例如，当股市下跌的信号及风险已相当显著时（譬如2002年3月），那些职业经理们便会调整持仓结构，增加债券、固定收益证券及现金的比例。在2002年3～7月间，一些对市场较有把握的基金经理果断调整仓位，卖空股票从而避免或减少了损失。事实证明，他们的预期是正确的。

投资多样化和风险

投资组合理论的核心是资本资产定价模型（CAPM），该模型区分了两类风险：非系统风险和系统风险。非系统风险可以通过资产分散化来降低或消除，至少理论上可以。选择一只股票或少数几只高度相关的股票，再或者购买那些可能同时升降的相似行业的股票，这些都不明智。避免将所有鸡蛋放入一个篮子，配置不同的股票和行业，这样会最小化此类非系统风险。通常投资组合里面包含的股票类型越多，非系统风险就会越低，直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到某个底限。事实证明，持有大约 20 只股票的样本是分散化投资的合理水平。一个极端的例子就是，持有标准普尔 500 指数的所有公司的股票，或者直接投资于该指数。金融中的这种"防御性"的投资原则基于这样的前提，即投资组合中的某些股票的价格与另一些股票的价格负相关，或者至少不是完全正相关。如果这种前提不成立，并且所有股票价格都正相关，则这种防御性的分散策略也将不再是防御性的了。金融专家们喜欢用股票收益的方差(波动率)作为衡量股票风险的指标。股票收益波动越大，代表股票的风险也越大。金融分析师用 β 系数来衡量单一股票相对于市场整体而言风险的大小。例如，当市场上涨 10%时，β 值为 1.5 的股票的价格将上涨 15%；相似地，当市场下跌 10%时，β 值为 0.5 的股票的价格将下跌 5%。因此，如果投资者是风险厌恶型的，则选择 β 系数较低的一些股票进入他的投资组合是非常适宜的。相反，那些相信市场整体将上涨的风险偏好型投资者将会把他的资产组合中的大部分选择为 β 系数较大的股票。投资者可以通过分散化的投资策略来降低绝大部分非系统风险。然而，我们仍无法逃避这样的"法则"，即风险和收益相伴而生。企图追求较高收益的投资者依然要面对较高的风险。

相反，还有一种系统风险不能通过分散化来消除，从而是不可避免的。股票价格和公司盈利通常反映了实体经济的健康状况，反之亦然。商业周期的潮涨潮落给所有的投资者都带来风险，因为此时绝大多数股票均同涨同落。投资者控制之外的力量可能给投资者的资产组合造成严重破坏，即便它是近乎完全分散化的。此时投资者应当卖出其持有的所有股票，转而买入其他替代资产，譬如货币市场存款、债券、不动产、黄金、石油等。如同我们在"资产组合选择"一节所考察过的，上述资产的收益之间并非完全正相关，分散投资可以获得安全的收益。事实上，这些资产收益之间是负相关的，这使得在很大范围内分散投资更有合理性。在 2000～2002 年期间，这种分散投资的思想更加适用，因为当时黄金、石油、债券以及不动产是股票的重要替代品。



伊博森和辛克菲尔德(Ibbotson and Sinquefield, 2002)最近的研究考察了 1925～2001 年期间一些传统的资产类别之间的风险—收益替代关系(risk-return trade-off)。这些资产类别包括小盘股、500 大盘股、20 年期公司债券、20 年期美国国债以及 3 月期美国国库券。我们一般认为，政府国库券和债券最安全，同时收益也最低。我们也认为，股票的收益较高，并且也有较高风险(标准差)。如表 3.1 所示，小盘股的收益率高于大盘股，大盘股的收益率高于公司债券，公司债券的收益率高于 20 年期政府债券，20 年期政府债券的收益率又高于 3 月期国库券；当然，风险水平按照此排列顺序不断减少。因此，风险—收益的替代关系的理论由此得到证实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

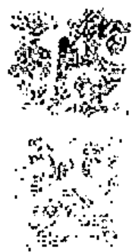


表 3.1　　风险—收益的替代　　（单位：%）

资产类别	混合年收益率	单一平均年收益率	收益标准差
小盘股	12.5	17.3	33.2
大盘股	10.7	12.7	20.2
公司债券	5.8	6.1	8.6
美国国债	5.3	5.7	9.4
美国国库券	3.8	3.9	3.2

资料来源：伊博森和辛克菲尔德（Ibbotson and Sinquefield，2002）。

现实中的基金经理们是否很好地在不同的资产类别中转移资产呢？利润最大化和最优操作原则理论上很漂亮，但是专业人士始终在赢吗？转移涉及市场时机，从而对每个投资者来说都是难以克服的挑战。马尔基尔（Malkiel，1999）提供了有力的证据证明，基金经理们并没有能够在最佳时机进行交易。事实上，他认为恰恰相反，投资者的投资决策频频失误，在股票处于低点时，他们强化了自己的现金头寸（相对于整个投资组合）；而在股市处于高位时，却又减少现金头寸。他如是说道：

“在 1970 年、1974 年、1982 年和 1987 年末，股市大幅下泻，共同基金的头寸的峰值和股市居然同步变化。另一个现金头寸峰值发生在 1990 年末，随后在 1991 年股市就反弹了。另一个峰值发生在 1994 年，就在股市历史上最大的三年大牛市的前夜。相反，当股市处于峰值时，共同基金经理们总是把现金头寸配置得很低。例如，在 1998 年 7 月初（股市下跌前夜），现金头寸就很低。很明显，基金经理对市场时机的把握能力是何等的不尽如人意！”

因此，我们拥有健全的理论来指导我们如何在资产类别间转换，这是非常具有防御性的，然而专业投资者的业绩记录却是如此令人失望。何以如此？因为在现实市场中，准确地预测市场的拐点不仅与能力有关，而且带有很大的运气成分。逆市操作需要巨大的勇气，并且一旦失败就颜面尽失（随大流时的失败不丢脸）。在变幻的市场面前，我们每个人都不是先知先觉，专业基金经理们应该尊重概率法则以及均值回归（mean reversion）法则。

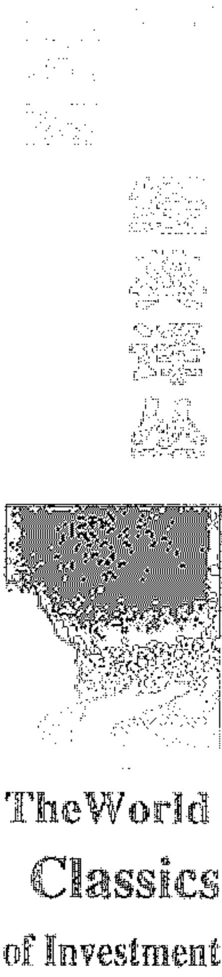
新闻：经济的还是金融的？

有时候，健康良好的宏观经济数据并不足以拉高股票价格。换言之，短期内国内生产总值强劲的增长势头、高企的生产率增速、较低的通货膨胀率、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失业金申请人数下降、经常账户赤字减小以及失业率下降，也许并不能够有效刺激股价上涨。缺乏反应的一个原因是，实体经济需要时间来汇聚能量，从而投资者会等待出现一系列的好消息，才能确信这是一个可持续的反弹。毕竟，仅一天的艳阳高照无法形成一个夏天。另一种观点认为，投资者面对的数据都是陈旧的和失效的，代表的是经济在过去一段时间的表现。我们只是在汽车后视镜中观察经济的路况。也许更重要的是，"好消息"都被上市公司盈利能力的不确定性所掩盖。本质上，2002～2003 年美国公司的经历可谓"无盈利"、"无新增岗位"，甚至"岗位流失"的复苏。因此，经济反弹的信号没有转变成公司盈利近期内就上涨的事实。在他们将资产组合的更大比例投入到股市之前，投资者寻求的是金融部门(不仅仅是经济基本面)反弹的可靠证据。经济中的好消息可以使得投资者一时兴奋，但只有季度性利润报表才能确认股票价值是否合理。金融财务方面的一些变量常常得到密切关注，这里仅举数例：负债比率、杠杆比率、利润率、成本削减率、产品销量、商品折价比例、预期利润增长率。健康的现期盈利，或者更好的持续的未来盈利的重要性，远远超过好的一般宏观经济消息。公司的盈利状况是决定股票价格的最重要的因素，而非国内生产总值的增长率。

市场有效性



信息是任何市场的生命线。股票市场当然也不例外，它给投资者提供信息，并使他们达成市场价格或均衡价格。有效市场假说认为，所有当前的已知信息都已完全反映到股价上。考虑到数以百万计的投资者在买卖股票，所以这一竞争性市场中的股价在任何时候都应该非常接近均衡价值。理性投资者敏捷地寻找良机，买入市场中被低估的股票，卖出被高估的股票，最终结果是，市场的所有股票均被良好地估值。投资者是理性的并"全知全晓"的"事实"导致了对有效市场假说的预期，即价格正好反映价值。因此，市场中不存在错误定价的或偏离众所周知的基本面的股票。过去的估计在预期未来股价上没有什么作用，因为所有可以知道的均已经知道。唯一影响股价的是"新闻"，新信息将导致投资者修改他们对公司的净价值和盈利的预期。并且，因为信息是难以预知的，所以有效市场假说认为，股票价格是不能被准确预测的。

有效市场理论的一个推论是，股市遵循随机游走模型。市场只对新闻有反应，而新闻却是随机的。因此，市场徘徊在新闻周围，随时吸收新信息并完全反映到股票价值中，这些几乎瞬间发生。由于新闻是随机的，根据这一模型，预期未来股票价格就不可能，因此投资者试图挑选股票或成为赢家就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不理性的(非盈利的)。很多书中都在企图解释为什么"买入并一直持有"的交易策略要优于其他的一些交易策略，而它们的解释大多也是基于有效市场假说和随机游走模型。然而，该理论的缺陷是假设投资者全然知晓，或市场真的如此表现：专业投资者比业余散户更密切地关注市场。更重要的是，在对付不确定的未来和大量扰乱单个投资者或整个市场的冲击出现时，现有的"一切都会被知道"是远远不够的。基于他们的全部但极其有限的现有知识，投资者可能集体犯错，此时股价可能脱离其内在价值。在存在大量不确定性的时候，也许大量心理因素会导致股价进一步偏离。

那么我们如何去解释 20 世纪 90 年代股价的剧烈波动呢？答案是，如果仅仅依赖市场有效假说，则无法回答这个问题。如果市场在对股票进行估值时，真的能够始终"正确"，那么道—琼斯指数何以在 1987 年 10 月的一天内大跌 509 点，而又何以在 1998 年 8 月末下跌 512 点呢？在这两次股市的大幅下跌前后，都没有出现明显的"新闻"。情绪和风险认知显然发生改变，却不是对任何新闻的回应。如果市场是有效的话，那么为什么我们一次又一次见证如此大规模的暴跌呢？本书竭力解释的就是，我们认为，这一问题超出了基本面和"实体因素"，存在重要的行为事项和不断变化的心理因素(导致大量投资者变得恐慌)。行为方式不理性的人群一旦受到惊吓，恐惧就变为支配性的驱动力量。



在整个生命周期进行投资

尽管上文提到的"买入并持有"的交易策略有很强的依据，但是这里存在一个我们每个人都不得不面对的问题，那就是死亡。当上帝呼唤我们的时候，我们就不得不走，不管我们的钱包是鼓的还是空的。几乎我们每个人都对退休以后的生活有着美好的愿望，希望我们能安享生命中最后的时光，免于财政上的担忧，身体安康，最好不时还能外出旅游。因此，我们会在自己身强力壮的时候努力工作和存钱，而在年老退休后就花这些钱。年轻的时候，我们可能采用激进的投资策略，包括高成长性的股票(较大的 β 值)，而随着年龄增长，我们会更倾向于配置一些防御性的资产，包括旧经济股(较小的 β 值)。在资产组合中，也应该配置更多的债券和货币市场头寸。原因很简单，年轻的时候，我们可以承受更多的风险，知道那些波动的股票总有一天会反弹，股市在平均三年中就有两年上涨。然而，越是接近退休年龄，我们的投资策略就越是应该变得保守。即便如此，仍有一些投资者长期持有股票，他们认为自己可以在退休之际，及时从高价位抽身，这种策略自然风险很大。衰退往往持续 1～3 年，因此，一个人的资产价值往往可能会从近期高位下跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20%～30%，这将造成不得不修改或推迟退休计划。这样讲的寓意就是，投入股市的退休基金并不是"随时可得的"(on tap)，所以不该被当作事实的银行存款。在决定我们退休后的生活水平上，我们持有的股票价值不是一个小因素。

经济基本面方法

对股票估值不存在简单的方法。股票价格将未来反映到现时的估值中，并且对于估值存在大量的观点，所以股票估值只能是区间估计而非点估计。对"旧经济"股票估值的一个流行方法是，把企业未来产生的收益的分红资金流折现到当期以确定股票价值。然而，大多数投资者认为，企业需要资本进行扩张，所以不会把所有的收入都用来分配股利，因此，投资者更愿意监测市盈率。较高的市盈率反映较高的股价或者是较低的每股盈利或者两者全部。最终，盈利必须增长，以确认投资者将股价推向历史高位的信念。稳健的未来盈利现金流是买入该股票的信号，这进而推高市盈率。相反，较低的未来盈利现金流是卖出股票的信号。这样，股票估值便与经过折现的未来盈利现金流密切相关。关键的基本面——公司收益率——驱动着股价。因此，投资者便可以比较公司的预期每股盈利与 10 年期债券利率的关系。正如之前所讨论过的，持有股票相对于持有债券，投资者可能会支付风险溢价，两者之间的差距可能有 1～2 个百分点，而不是前面我们提到的 20 世纪 90 年代的平均 6 个百分点。因此，在长期内，每股盈利的增长速度是股票价格变化的主要推动力量，利率所起的作用紧随其后。

什么样的市盈率才被视为过度的？在 2000 年股市处于峰值时，市盈率达到 44 倍，这也正是 20 世纪股市的最高市盈率纪录。市盈率在 1901 年达到 25 倍，在 1929 年达到 32 倍，在 1966 年达到 24 倍，这些是历史上的市盈率高位。西格尔(Siegal，2002)指出，历史上的市盈率平均在 14.5 倍左右；但他也同时指出，经济环境(低通货膨胀率、低利率、低税率等)已经改变，所以在 20 世纪后半叶，市盈率高一点也算合理。再看市盈率的倒数，即股市收益率，长期内平均在 7.4%左右。在 1982～1999 年期间，股市收益率在 13.4%左右，这几乎是历史平均水平的 2 倍，我们有理由预期，市盈率和股市收益最终还是会向它们的长期平均水平方向调整，除非出现当今时代的"新"趋势。

另一种股票估值方法是利用账面价值，即把所有有形资产的价值加总起来与所有已发行股票对比。股价—净值比(price-book ratio)为 1 时，通常股价会被认为相对便宜。法玛和福瑞池(Fama and French，1992)的一项比较陈旧但很有价值的研究显示，购买具有较高的账面权益/市场权益比率(BE/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ME)的股票，之后会产生较高的投资收益。该研究也显示出，市盈率高的股票近期内的表现不会太好，而市盈率低的股票则会表现出众。实质上，这种策略也体现出买入低估的股票并卖出高估的股票的思想。这项研究并没有在“增长型”股票和“价值型”股票之间做出区分，但有一个隐含的建议就是，购买那些市场已经彻底打压的股票。关于这项研究的另一推论便是，规模较大的公司并不能在长期内(甚至不能在中期内)始终保持每股盈利的持续增长。盈利连续几年快速增长的大公司最终还是要暂停脚步的，所以聪明的投资者应当对处于峰值的股市保持清醒的认识。另外，一些基金经理跳上胜利狂欢的花车，通过市场配置以及买入指数而过度重仓大盘股。

那么，如何才能确定股票的公平价值呢？这在很大程度上依赖于基准无风险利率。如果无风险利率为3.5%，则相应的合理市盈率应该为28.6倍左右；而如果无风险利率为5%，则市盈率就应该降低到20倍左右，在2004～2005年，这样的类比计算方法应该是适用的。另一个制约估值水平的因素是，国内生产总值的增长率——每股盈利的长期增长率——受制于经济的增长率。在长期内，如果国内生产总值仅保持3.5%的增长速度，我们便没有理由期望每股盈利能一直保持10%左右的增长速度。因为如果这样的话，则公司利润在国内生产总值中的比例会无限期地增加，而国内生产总值中的劳动收入的比例就会降为零。因此，每股盈利的长期增长率受制于国内生产总值的长期增长率——约为3.5%。然而，在20世纪90年代，国内生产总值的增长率平均保持在4%左右，并且资本确实挤占了劳动收入的比例，从而每股盈利的4.6%的增长率还是可以理解的。正如之前讨论过的，较低的资本收入以及较低的公司和个人所得税税率都帮助提高了利润在整个国民收入中的比例。

影响每股盈利更准确的两个因素是，劳动生产率的增长以及单位成本的压缩，这两者的上升均会造成股票估值的提高。因此，目前的低利率(10年期债券利率为4.25%)支撑了市盈率达到23.5倍左右。每股盈利增长的任何预期均会使得市盈率超过23.5倍。预计2004年美国联邦基金利率会有所上调，所以股市将不会再获得来自利率方面的利好支撑。市场所指望的将是每股盈利的加速增长(不是恒速增长)，这样才能使得市盈率高到20倍以上有些合理性。如果在2004～2005年，美国经济果真处于经济周期的上行区间，那么关于公司盈利的预期便是有希望兑现的。因此，每股盈利的加速增长就会是一项艰巨的任务，特别是在这样一个利率不断上涨的环境中。

反向投资策略

大部分投资者相信，基于充足的信息以及成熟的交易技巧，股票市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

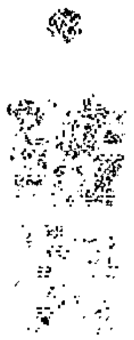
走势在某种程度上是可以预见的。如果这种过于自信的想法不存在的话，那么投资者也许只可能持有现金、投资债券或者投资标准普尔指数。即便是在投资者为数不多的股票范围内，他们不断实验、挑选胜者的事实，也表明他们持有这样的信念，即他们能够战胜市场。这些投资者把握经济周期的潮涨潮落以及随之涨跌的股价。如果国内生产总值增长率下滑，那么每股盈利水平也会相应下降，则明智的投资者就会最小化他们的股票持仓量（防御性策略），最大化债券持有量，特别是当美联储正好处在降息周期之中时。因此，债券价格暴涨，吸引资金逃离股市。不过，尽管把握好经济周期的时点是可能的，但绝非看起来那么容易。职业投资者必须有能力收集并分析众多的经济指标。一些投资者幸运地在 1987 年股市崩盘之前离场，却没有在下一波行情出现时及时进入市场。类似的情况还有 1998 年的股市调整（亚洲金融危机），一些投资者及时离场，却没有勇气在指数回升时及时买进。在伊拉克战争爆发前的一次股市下跌中，很多投资者卖出了股票，并且没有再进入，但是，随后道—琼斯指数便由 2003 年早期的7 400点反弹至 2003 年末的10 200点。从心理学观点来看，逆向投资策略是半防守型的，对于投资者而言，离开一个正在下跌的市场容易，但是重新进入一个上涨的市场却很难。低位买进、高位卖出是一项伟大的理论策略，但在现实中非常难以操作，因为没有任何两个经济周期是相同的，也没有任何利率和股市周期是相同的。如果模式是平稳的，或者波动有个基准，那么窄区交易（corridor trading）就比较容易，但是，这一窄区一旦被突破，对趋势的偏离就可能非常激烈，特别是对那些看涨和看跌（calls and puts）的交易者而言，尤其如此。

然而，准确预测市场走向，从而获利，这些都极大地依赖于任何一年内股市的波动。

技术分析师或图表分析师声称，他们有一套能够预测近期股价走势的方法工具。他们的投资策略是基于这样的观念：未来股价走势是过去股价走势的某种函数。换言之，市场在运行过程中会形成一定的趋势，只要准确把握趋势就可以获利。其中的一些技术分析方法包括：三重高点、低点、头部及肩部、楔形走势等。技术分析师的目标不仅是要预测市场的趋势，更是要预测市场方向的主要变化或者拐点。技术分析师若要成功，则市场走势必须持续，并且可以转换。也就是说，过去的股价走势可以用来预测未来的股价走势，从而获利。

就如我们先前讨论的那样，美国金融史上有足够的证据说明，前文提到的反向交易策略——在低点（即市盈率值较低时）买入股票——是有效的。类似地，在股市低谷买入那些市盈率较低或者有较高红利收入的股票（它们往往不受欢迎），其获利的概率是比较大的。这种策略与“道—琼斯指数中的狗”（dogs of the Dow）的理论有相像的地方。这个理论告诉我们，当一条狗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



被主人抛弃时，我们应该主动地收留它。只要给点时间，它们终究要反弹。因此，为什么很多专业投资者并没有很好地利用这种反向交易策略呢？可能的原因是，对于专业的基金经理来讲，买入被市场抛弃的股票需要极大的勇气。如果买入的股票一直没有反弹，而其他基金经理又没有采用反向策略，则偏好风险的奇异之士看起来既愚蠢又软弱。另一个原因可能是，短期内把资金投入到这些"沉睡的股票"，包含了很大的机会成本。因此，把握好时机就是最高策略，长时间的等待意味着成本。

巴斯基和德隆(Barsky and De Long，1990)的一篇很有意思的文章分析了市盈率随时间增长的事实。经历丰富的投资者经常声称，10倍左右的市盈率可以作为市场的基准市盈率，而格拉汉姆(Graham)在20世纪60年代声称，基准市盈率应当在15～16倍附近。假设井喷的股票价格终究会回归均值的，这样的假设是一个有勇气的假设，特别是在20世纪60年代和90年代。巴斯基和德隆认为，在20世纪，盈利增长率的波动已经逐渐减小，这就为较高的市盈率奠定了基础。在他们看来，历史上股价的拐点主要是由投资者对经折现的未来股利现金流的预期发生改变所引起的。也就是说，投资者对驱动股价的关键基本面——公司收益率——的风险认知发生了变化。格林斯潘对这种观点也表示了赞同，他认为，在20世纪90年代，由于股价走势的相对稳定，人们的风险认知减小了。

关于对旧经济股票与新经济股票，以及对价值型股票与增长型股票的讨论已经很多。这种两分法可以解释，为什么有较高的期望盈利水平的增长型股票能产生较高的市盈率，而现期盈利水平较为稳定的价值型股票的市盈率则偏低。具有讽刺意味的是，新经济股票通常没有分配股息，或者分配得很少，而旧经济股票却实实在在有股息分配。投资者之所以愿意给新经济股票支付高价，其原因可能是，投资者或者认为新经济股票未来的经折现的每股盈利现金流会在一个较高的水平，或者认为在未来几年每股盈利的增长率会加速，再或者他们认为这两者均会发生。这里的关键是"明天更美好"：新经济股票的每股盈利增长率将超过市场的平均水平。我们后见之明地了解到，对每股盈利增长的极端的乐观预期大体上并没有根基，而股价则对这些杂乱的预期反应非常敏感。确实，预期公司每股盈利的3倍增长会带动股价上涨3倍，从33美元上涨到100美元；但是，那增长的67美元"价值"仅仅是基于猜测，并且还常常是过去信念的外推。怪不得对于很多投资者来说，都是"爬着楼梯上，坐着电梯下"。从历史经验来看，没有任何一只美国公司的股票能长时间保持50倍的市盈率，就更不要说100倍了。

我们知道，美国股票市场在这些年波动巨大，低位买进、高位卖出的机会似乎既现实又获利丰厚。股票价格的波动多次保持在一个合理的区间内。交投活跃以及期权等金融工具的合理运用可以有效地使得该区间保持住而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不被突破。不过，历史上的区间屡遭突破，并且就是在这里，反向投资者被严重灼伤。本质上，他们可能会被"错误的机会"所捉弄。

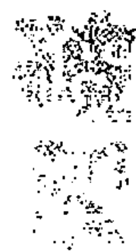
例如，较高的市盈率可能会蒙蔽一些缺乏独立思考的投资者。在 1932 年，市盈率达到很高水平，但市场没有传递清晰的买入信号。具有讽刺意味的是，回过头来看，这样的年份正是买入股票的绝佳时机。任何有 20～30 年左右退休期的投资者原本都会从这一年开始获得巨大的收益，尽管这样的市盈率水平看上去并没有吸引力。信号是"错误的"，因为收益率比股价下跌得还要快。盲目地跟随市盈率具有较大的欺骗性，也许在 1932 年，股票的绝对价格相对于它的近期峰值，提供了更可靠的买入信号？另一个例子是在 1958 年，当时每股盈利已经低于 10 年期的债券收益率，而接下去更是三年的熊市。而在 1987 年、1997 年、1999 年以及 2003 年，股价均经历了极端的情况。在其中的 1987 年及 2003 年，投资者表现得非常恐惧，而在 1997 年和 1999 年，投资者却热情高涨。有足够耐心和足够资本的投资者可以耐心等待机会，充分利用股价的剧烈波动。然而，缺乏耐心或者错过交易时机的投资者受到了市场的惩罚，几天过去都没有像样的反弹就会令人揪心。另外，试图把握不是何时退出市场而是何时再进入市场的投资者，也可能遭受较大的损失。反向交易的投资者通常缺乏勇气重新进入已经启动的市场。易于满足的心理或许是这种行为的主要原因，在高点附近卖出，将剩余的 5%的收益率留给别人。从历史经验中，我们得出的第二个结论是：如果你仅仅期望股价能有 10%的调整的话，你的收益或许会更小；而如果这一数值是 25%的话，你或许就会获得较高的收益。这也就是说，投资者最好将股价的变动区间（如果超过，就会交易）设定得大一些。

序列相关和均值回归



如果我们要在买入并持有的交易策略（单行道）以及反向交易策略（双行道）中选择一方的话，我们需要仔细审视论据。过去的股票价格是否能够预测未来的股价走势，这在很大程度上取决于股价之间是否存在序列相关的实证证据。如果今天的股价与昨天的股价是正相关关系的话，那么"买入并持有"的交易策略或者技术分析专家所谓的"跟随市场趋势"的策略就可以保证获利了。历史数据显示，存在这样的情况，即某些股票的价格是序列相关的，在一段时间内股价持续上升，在另一个时间段内股价持续下降。换言之，确有趋势和周期支撑在短期内存在正相关关系。例如，劳和麦金利（（Lo and MacKinlay，1988）发现，在 20 世纪 80 年代之前一段时间，股票收益率在短期内表现为正序列相关关系。另外一些研究者，譬如法玛和福瑞池（Fama and

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



French，1988)认为，在短期内(两年以内)股价确实存在正序列相关关系，但是在长期内(两年以上)就会演变为负相关关系。因此，在假定长期内股价为负序列相关的情况下，投资者就可以运用反向交易策略——低买高卖。然而，在短期内，由于是正的相关关系，明显的反弹即使不持续几个月，也该持续几个星期，投资者根据市场趋势买入并持有，并择机卖出股票。这两种交易策略都基于一个事实，那就是，平均而言，美国股票在三年之中有两年是上涨的，所以"短期"投资还是有利可图的。

还有一些分析认为，市盈率也可以用来预测未来的股价及收益率。希勒(Schiller，2000)提供了一些证据说明，"当前"较高的市盈率意味着，未来股票收益率会比较低。在高市盈率后的五年内，收益率常常非常低，如果不是负的话。相反的一面也是正确的：如果公司现在的市盈率比较低的话，那么未来股价很有可能会反弹，并产生较高的投资收益。波特巴和萨默斯(Poterba and Summers，1988)也找到了另一些证据表明，在这一个五年内的获利者很有可能在下一个五年中亏损；相反，当前亏损的投资者可能在未来获得好的收益。

在这一部分，我们着重阐述的是反向投资策略的基本原理。过去的证据说明，市盈率及市账率(市价对账面价值的比率)会有上下高低的浮动，而且这种浮动是有一定区间的，因此投资者就可以利用这种区间进行交易。投资者有理由在历史高点位买入看跌期权，在历史低位买入看涨期权。然而，有时股价波动会超过它的浮动区间，例如，在 20 世纪 90 年代的后期。反向交易策略在那时也不灵，这只需看对冲基金经理糟糕的业绩，就已经可以说明问题。我们可以确信，股票指数、市盈率以及市账率在长期终归是均值回归的，但我们不能确定在什么时候出现拐点，即便是在五年的框架内也看不出来。回过头来看，我们发现一些趋势投资者和"买入并持有"交易策略在繁荣时期确实有效，高杠杆的头寸获利丰厚。

本书提出的一个中心问题就是，美国股票市场的市盈率是否会向旧的长期均线(14.5 倍市盈率)回归，或者是否会向一个新的更高的均线(22 倍市盈率)回归？提出这一新的均线主要基于我们在第一章分析的有偏误的经济刺激对人们行为的影响。较低的税率提高了税后的每股盈利率，较低的通货膨胀率使得无风险利率保持在 4.25%左右。美联储对大量货币流动性的注入也使人们期待未来每股盈利能有较大的提高。基于以上事实，市盈率可能会调整到略微超过 20 倍，并且不会再向 14.5 倍的均值回归。首先，在新时期，较高的产出增长率及较低的通货膨胀率可以继续保持一段时间。其次，前面提到的经济刺激可能要持续一段时间，特别是适用于资本积累的"低"税率。最后，市盈率的下限依赖于历史上 10 年期债券利率的最低值的大小，而它的上限则依赖于每股盈利的年增长率。因此，当每股盈利保持正的较快的增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率时，市盈率调整到 22 倍以上可能也是合理的。然而，每股盈利增长率受制于生产率及国内生产总值的增长率的制约。在长期中，没有免费的午餐。

投资策略

就如同我们在第一章所讲的那样，在 20 世纪的多数时期，买入并持有的投资策略都获得了成功。忍过行情较差的时期并等待股市高涨的到来，已被证明是一个在长期(譬如 10～25 年)内积累财富的极好的方法。在 1945 年之后，无论股价在短期内怎么下跌，在随后都会强劲反弹至更高的位置，这就使得投资组合获得良好的收益率。虽然准确地预知市场走势几乎是不可能的，但是较高的生产率增速支撑了股价长期上涨的趋势，由此投资者大可买入股票并长期持有，或者干脆买入标准普尔指数并耐心等待。

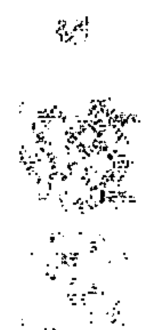
然而，大部分投资者都不愿意等待，因为他们目睹了自己账户资产数额的剧烈波动，他们感到有压力去积极行动。如同前面我们已经讨论过的，一些历史基准指标可以用来指导投资者改变投资组合，或者是在各个股票之间转移，或者是在各种资产类别中转移。如果出现能够预见股价走势的指标信号，那么技术分析师力荐的投资策略会是什么呢？例如，基于道—琼斯指数的阻力—支撑理论在中期内表现出周期性的走势。有时股价会在某一价格区间内持续数周甚至数月。技术分析师会在最近的高点寻找阻力位，在最近的低点寻找支撑位。“卖高买低”的建议似乎很明显。在区间内交易即可获利。然而，如果价格区间被突破，那么技术分析师们可能会认为这是真实突破，股价会走出明显趋势。这就要求投资者有很大的勇气，需要投资者放弃之前固守的价格区间，而这个区间和现存的众所周知的基本面更加相符。



有一句古训为：“有烟的地方就会有火种。”这句话也适用于股票市场，股市中的交易量会提示我们对于特定股票的超额需求是多少。高于正常水平的交易量使得大家对股价近期将继续上涨充满信心，这对股价的持续上涨提供了支撑。然而，买入这种受到关注(炒作)的股票确实是一种信念行动，它依赖于别人的兴趣以及从众效应，将更多的投资者吸引到该股票上。这实在是炒作策略，吸引投机者冒着不寻常的风险，认为马上就会有利好消息来确证股价快速上涨的合理性。聪明的投资者(投机家)也许会在好消息到来之际抛出这只股票，而转向另一只热门股票。

来源于股价走势图的另一种交易策略是买入正在上涨的股票，卖出正在下跌或不受欢迎的股票。换言之，不要把你的资金配置在处于低谷并且波动极小的股票上；远离这些股票，将资金投入到那些受到市场欢迎的股票上。再一次地，这种交易策略是基于投资者认为，现存的股价走势会继续，并且市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



场乐观的情绪或投资者的信念只能缓慢地变化。受到市场热捧的股票往往都有一定的背景或原因，就像在伊拉克战争前后与石油黄金和价格相关的股票一样。

一些投资者密切关注股价的 200 日均线，并且在股价超过 200 日均线时买入股票，而在跌破该均线时卖出股票。该策略是基于被显示出的买家支撑和加强的观念。当股价区间被突破时，观望策略转变为行动。依赖于 200 日均线而行动的内在问题是，投资者过于倚重过去的价格，而不愿意预期未来价格的变化。也就是说，为什么非要等到价格已经发生重大变化的时候才采取行动呢？

空头/多头比率经常被用来作为未来方向的指标。当空头/多头比率严重失衡并偏向空方时，市场就是一个超卖市场，在空头合约到期时，标的资产就会被购回。观察期权合约到期前的 3～4 天的股价波动，就足以了解，高杠杆比率的衍生交易推动现货市场不时地剧烈波动。在美国市场中，股指期货、股指期权以及股票期权会在同一天（星期五）进行结算，因此会对结算前后的股价产生极大的影响。而在此时，由于一些利好消息，或者其他投资者试图利用离场比较晚的投资者持有的空头获利，市场中的空头力量就会被挤压。因此，一些经验不足的投资者就会在合约密集执行的月份——也就是市场波动较大的月份——被套牢。另一些经验丰富的专业投资者会耐心等待暂时脱离基本面的便宜货。

人们经常用价格涨落线（advance-decline line）来测量股票市场的健康状况。也就是说，在最近的周期中上涨股数与下跌股数的比率。对股票市场的一种错误的印象发生于，例如，某一时期道一琼斯指数上涨了 60 点，但其中仅有 7 只股票在上涨，而有 23 只股票在下跌。这种解读没有全面地看待市场，并且似乎给投资者留下了这样的印象：一些股票表现极好，但是市场整体却呈现下跌趋势。一个更利好的指标是，市场广泛上涨（强劲的价格涨落线）的背后有巨大的交易量支撑。投资者相信，这预示着市场将会持续反弹，而不仅仅是对一些表面新闻的临时反应。

通过以上讨论，我们试图去挖掘可以用来指导我们在交易中获利的一系列指标和交易模式。我们考察了股市近期低位和近期高点、交易量、涨跌比率线、空头/多头比率、200 日均线以及受欢迎的主题概念。还存在其他一些值得提及的“模式”。例如，由于周末休市带来的不确定性，星期五一般是卖出股票的日子。一些重大灾难，譬如“9·11”事件，可能随时发生，因此投资者在周一可能争相出逃。这一模式在“9·11”事件之后非常明显。这一模式对于欧洲股市而言有些特别，投资者应该在星期四的晚些时候离开市场。

股市中的另一种模式便是经常在 CNBC 电视台讨论的“一月效应”。事实上，在最近一些年份里，股票市场在一月份总会有明显的上涨。一些分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

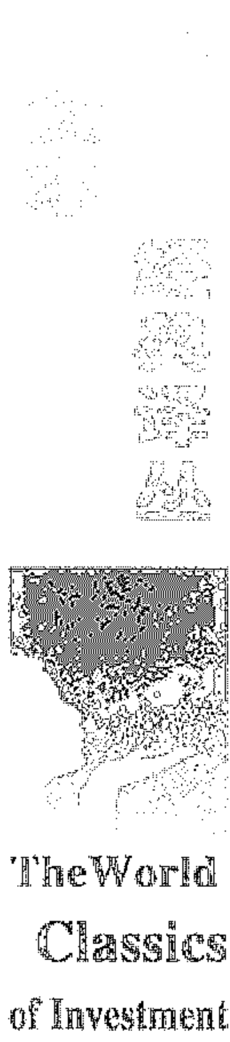
师指出，在年末投资者会出售表现较差的股票以在年终减少应纳税款，而在次年一月份会重新进入市场，买入那些他们认为属于便宜货的股票。或许这是羊群行为在起作用，并且是自我实现的，因为所有投资者都意识到了"一月效应"，并试图从中获利。

在这里我们不得不提的是，任何可见的"模式"终归会自我消解。聪明的投资者会将这些模式发挥到极限，一时从中获利，直到再没有留下更多机会为止。正是在这里，影响力大的投资者可以通过损害无疑心的业余散户而破坏"模式"。例如，5 月通常是较差的月份，偏偏 2003 年 5 月的行情就非常好；10 月也是应当卖出股票的月份，但在 2003 年情况恰好相反。

金融脆弱性

正如之前所讨论过的，估值股票的基本面可能并不像许多经纪商吹捧的那样科学或精确。即便信息非常充分，并且公司是开放、透明的，也没有清晰或确定性的方法来评估公司未来的现金流，这些现金流仅仅是一个估计数。再进一步，如果信息和细节并不充分，而是相当晦涩、遮遮掩掩的，则估值就会变得异常困难。对一只股票的估值，最终将变成一个大致的猜测。

凯恩斯(Keynes)爵士提出了"动物性情"(animal spirits)的说法，意指当投资者面对不确定性及灾难时的恐惧心理。在他看来，投资者的情绪及风险认知易于发生重大且迅速的转变。恐惧会在市场中不断累积，当一部分投资者面对价格下跌而卖出股票时，这种情绪及行为就可能会传染到其他投资者那里，进而演变为市场整体的恐慌，从而加速股票的自由落体式的下跌。这种恐慌的根源可能并不是由于公司盈利变化等基本面因素引起的，而仅仅是由于谣言或者担心投资损失的心理因素导致的。



预期、交易和时机

在股票市场、商品期货市场及外汇市场的巨大交易量，不能被简单认为是投资者买入资产以获取长期收益的结果，而是大量的交易者反复交易股票以获取资本利得收入的结果。

为获得短期利益而交易，就像在所有行业中一样，都是很困难的。这要求投资者能准确地把握市场时机，在波动周期的最合适的位置买入，并在最好的时机卖出。利润最大化要求低位买进、高位卖出，不管是一日内、一月内还是一年内皆如此。这种投资艺术需要投资者不仅对公司及行业有足够的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解，而且要有很好的运气。的确，如果投资决策正确的话，获利就会很丰厚，但是如果决策错误，则损失也会很巨大。这也就是为什么说分散化投资是一个较保险的策略——甚至直接买入标准普尔指数——的原因。

在理解股价为什么会如此剧烈地波动上，预期因素相当重要。经常在电视上看财经节目[例如，CNBC 或彭博资讯社（Bloomberg）的财经节目]的每个人，都会注意到股价的剧烈波动。没有人会认为，经济甚至金融的基本面可以解释这种股价在短时间内（几个小时或几天）的剧烈波动。新闻媒体经常会报道说，一些蓝筹公司股价崩盘，导致那些普通股东前来质问，他们的财富究竟哪里去了。答案只能是，财富已经从他们的钱包中溜走，并像雾气一样在股市中蒸发了。

这里有一点非常重要，因而需要提及：股票市场是向前看的，是对未来（似乎公司和分红会永远持续下去）进行定价的市场。事实却并非如此。一些公司永远地失败了，而另一些公司发布的业绩没有满足投资者的预期，因而这些股票由于没有满足预先设定的预期标准而遭到抛弃。投资者常常坐等利润信息的发布，而在发布日之前便将股票抛售，这样可以有效地将任何潜在的利空消息考虑进去。如果消息被确认为利空，则由于先于其他投资者提前抛出股票，这些投资者的保险策略就能避免损失。如果消息是中性的或适度利空的，则投资者就会回购卖出的股票，因为大量的不确定性信息已经得到消除。这样的上涨只会困扰业余投资者，而不会困扰专业投资者，因为最糟糕的情况已经反映到股价中了。又如果消息最终被证明是利好的，则投资者就会大举涌入市场，因为他们的最糟糕的担忧并没有出现。

预期公司未来每股盈利在长时期内（例如，十年）的变化这一技术有时候会失败，因为股票目前的价格对未来每股盈利的增长率非常敏感。谣言或者过度乐观的情绪都可能会使投资者盲目相信公司关于未来盈利有巨大的潜力，从而带动股价上涨甚至翻一番。这种极端敏感的反应会导致资本收益或资本损失的巨大波动。

相同的原则也适用于那些很可能会出现利好消息的股票，投资者会将价格估得很高，以期望在信息发布日将股票卖给那些蜂拥而至的买家。本质上，这种交易策略便是在谣言出现时买入，一旦事实出现时卖出。所有这些做法的结果就是，粗心大意的投资者将不会听从经纪人的劝告——“没错，但是基本面是正确的”。这种交易策略要求投资者头脑清醒、判断准确，并且对所关注股票的详尽信息非常了解。另一点需要格外谨慎的是，市场中的专业投资者拥有资金、信息等方面的绝对优势，他们通常都会赢。

为什么把握买入及卖出股票的时机如此困难呢？这里有两个重要的原因。首先，长期生产率的增长率曲线是向上倾斜的。这会支撑公司的盈利增长率曲线也保持向上倾斜的趋势。事实上，经济的逐渐繁荣以及财富的积累

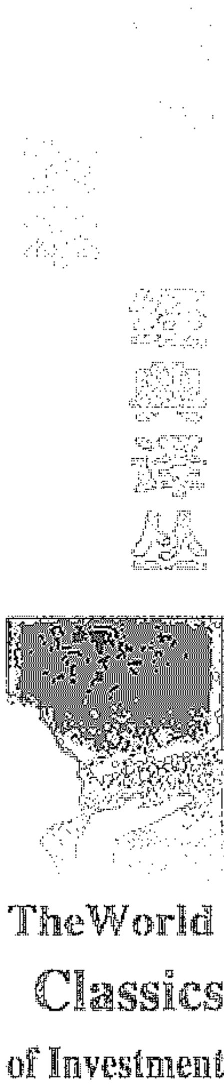
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会给股价上涨带来强大动力，投资者又期望通过持有股票来获得资本利得收入及股息分红。试图把握市场时机的投资者面临极其严峻的挑战，因为存在股价长期持续上涨的强大动力。这部分解释了为什么"买入并持有"的策略被华尔街所长期推崇。其次，美国股市平均三年中会有两年是上涨的。这种上涨并不能全部归功于生产率的增长，还要归结于靠世界霸权地位获得巨额财富、合宜的税收环境以及较低的通货膨胀率。第三，持有美国资产也被视为安全天堂，因为国外的投资者对美国这个国家非常有信心，对其能够保障资产安全也非常有信心。通过债券市场大量融资，美国获得大量财富流入，支撑了美国社会的奢侈消费，同时也使美国成为全球最好的创新源泉。这里的结论便是，投资于股票，在牛市获得的利润要远大于在熊市可能出现的损失。

试图去把握经济周期的波峰和波谷有一定风险，一旦判断出现偏差，就可能会过早地卖出或者过晚地买入。大量的投资收益就可能因为错失良机而失去。股价 7～10 天的井喷有时就能够预示股市一年的走势。因此，重大的行动可以在还没有迹象的时候就迅速施行，因而使得大的获利机会持续的时间能够长一些。这就是为什么经纪商一直在说"买入并持有"的策略是最优的：当估计上涨时，你要在现场；如果不在那里，就意味着错失良机。

结 论

或许本章内容会使那些期望通过投资股票而成为百万富翁的人感到失望。散户投资者不仅要在市场中对抗其他散户，还要与信息灵通的首席执行官、公司员工、专业投资者或经纪人对抗，更不用说天灾人祸了，譬如战争或者"9 · 11"事件等。当然还要受到经济衰退以及美联储迟缓的降息举措的影响。即使投资者真的获利了，还要向税务局缴纳税收。找到能够持久获利的交易或投资策略真是难上加难。在任何一个市场中，价格与其价值的偏离都会被套利者发现并通过交易消除。任何市场中的"众所周知"的投资模式也会被少数投资者充分利用，直到机会尽失。



由于股票市场的剧烈波动，市场中依然存在许多潜在的交易机会使得投资者获利。但在实际操作中，即使要获取很小的收益也非常困难。有时候担忧会使得一些聪明的投资者在股市崩盘前离开市场；但有时候股市也会发出错误的警报，从而提前离开市场的投资者就会错过获利的时机。因此，"买入并持有"的交易策略被证明是有效的，因为未实现的亏损给投资者的伤害，不如经过多年耐心等待后得到已实现的盈利带来的愉悦强。或许折中方案是，在一年中的高点卖出以及在低点买入？但是请注意我们在前面已经提到的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

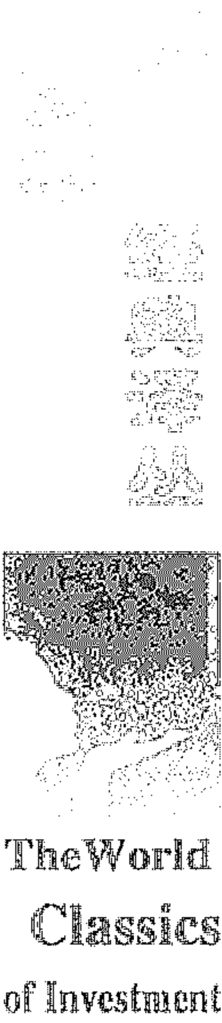
仅仅将股票波动区间设置在10%是远远不够的，因为20世纪90年代股市的波动率远远超过了10%。

至此，我们已经考察了多种传统的估值方法和交易策略，揭示出投资者如何在泡沫时代出错。这些令人吃惊的估值策略大多也不是根据对企业未来盈利的评估而得到的。另外，债券收益率是非常有吸引力的，但投资者直到2000年甚至更晚，都没有从股市转移到债市。尽管技术分析师设定的天花板已经被冲破了，股价已经抵达新的领域，但投资者却情愿跟随市场大势进行操作。这里，我们或许可以得到这样的结论：科学的传统的估值方法并不能完全解释泡沫产生的机理。在美国的宏观经济、法律法规以及上市公司的框架中存在明显的偏差，这些都会导致估值的偏差。人们的心理因素在此也起到很大作用。更重要的是，金融和货币方面的因素和群体心理共同造成了股市泡沫的爆发。在下一章，我们将继续探讨促使20世纪90年代泡沫产生的基本面之外的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　泡沫时代：如何理性？

引　言



本章主要解释为什么在20世纪90年代，当人们背离了“传统”的估价方法和投资策略后，美国股价出现了不可持续的上涨——远远超过仅依赖基本面所能达到的价格。正如在第一章所讨论的，这里面有宏观经济和地缘政治的力量在起作用。公司层面上存在一些偏倚，扭曲了股票价值。当股市重点关注未来的资产价格和收入流时，它会表现出臭名昭著的“嘈杂”，易于剧烈波动。由于未来的不确定性，投资者在乐观和悲观之间大幅摇摆。即便资产价格变化在长期受到经济、金融基本面的驱使，但在短期它们的确偏离了均衡价值。历史告诉我们，刚开始时的“真实繁荣”，后来却往往转变成“金融泡沫”。过度交易、投机、追逐趋势、风险认知改变、集群心理以及对贷款的过度依赖导致了股票价格的变化无常。由于许多投资者偏好短期资本收入而不是分红，从而他们对“新闻”——更重要的是，对这些“新闻”的解释——高度敏感。因此，美国股票价格的变化与投资者情绪的变化和风险认知的变化是一致的——集群心理——不参与就是错失良机。此外，无论股票价格是否反应了基本面，都可以得到收入。本章将考察理性谜题——为什么个人在短期进行投机是理性的；但从长期而言，对于集体却是不理性的。同样重要的是，研究伴随着激励结构变化的行为偏向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单行道上的偏离

我们知道，大多数的美国股市泡沫都不能用经济基本面来解释。毕竟在20世纪90年代，实际每股收益增加了1倍，然而实际股价却上升了5倍。要理解为什么价值的膨胀超过了它的历史趋势线，我们需要进一步研究行为力量、心理力量和激励力量。需要研究的因素如下：

- 共同基金/养老基金
- 日间交易/保证金贷款
- 税收偏离
- 股票回购/股票期权
- 首次公开发行(IPOs)
- 买卖建议
- 风险认知
- 反弹能力
- 金融脆弱/反馈回路
- 公司利润披露

毫无疑问，美国共同基金数量的迅速增长(虽然不是爆炸性的)激励了更多人参与股市。广告以及电视金融频道则进一步加强了这种激励。由于股市一般都定期地出现到电视上，投资者可以随时随地地掌控自己的投资组合。还有一种推动力，或者可以这么说，是个人对于基金管理者的信心。一个"了解"市场及"合理"价值的专业人士，会以一种安全、积极的方式管理他的投资。看起来，个人投资者似乎既希望通过采取积极的策略得到高回报，又希望当事情变糟时能迅速转变为防守。这样的投资者需要的是积极的而不是消极的经理人，来使他们的表现比市场更好。在20世纪90年代中期的一段时间内，相对于价值型股票，更偏好增长型股票的积极经理人的确表现得比市场好，并由此获得了顾客的赞誉。适时地购买小盘股而不是大盘股，经常收获颇丰。

同样毫无疑问的是，当人们将自己401k计划的一部分投入到共同基金时，这些基金得到了热烈的追捧。随着大家对基金经理人的信心以及信任的增加，未来退休者更愿意将自己的非401k资金也交给经理人。事实上，共同基金和养老基金经理人从401k的立法中得到了回报，因为他们被看作关键的退休金载体。由于养老金固定收益计划为固定缴款计划让出了道路，一个全新的投资游戏展开了。政府法规把风险从公司推向了受雇者。工人们受到鼓励，将他们延迟纳税的净收入分配到股票、债券和货币市场账户中。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们被驱使而积极（不仅仅是不消极）地处理自己的退休金投资组合——譬如养老金固定收益计划。由于更倾向于积极的管理和风险策略——新的基金投资选择就是股票，比起被人们看作消极选择的债券来说，它更可能发生价值的大量增加。这样的选择和情绪更像是进行一场赌博——抓住一次机会大赚一笔——即便存在不成比例的风险。那么不动产市场发生了些什么呢？如此大量的资金不能轻易地转移到不动产资金和指数上，这似乎是一件很奇怪的事。尽管如此，我们应该发现，房地产投资信托基金(REITs)在 20 世纪 90 年代后期，的确更受欢迎了。

随着投资者对股票市场如何运行以及如何繁荣变得更加熟悉，就出现了过度自信。由于投资者决定通过在线交易“打败市场”，每日交易量迅速增加。这些投资者的目标就是在同一天入市和出市。他们希望股票价格剧烈波动，因为利润就在波动中——甚至就在几分钟之内——得到。人们过分地相信图表和技术分析，吹嘘存在可预测的模式。唉，这些投资者中的许多人其实是投机者和业余者。当局开始关注这些没有认识到风险的新手，纽约证券交易所提高了保证金账户的限制，从2 000美元提高到25 000美元。这项立法的目标在于减少借钱进行投机的情况。

不幸的是，保证金贷款就像是毒品一样——没有止境。这样的杠杆——即便是 50%——在上涨的时候也是一个强大的赚钱工具。然而，杠杆是一把双刃剑——资本有限的投资者在下跌的时候很快就会被套牢——可怕的补收保证金通知就会到来。在繁荣时期，在线交易的保证金债务增加了。可以预见到，随着在线交易的增加，在整个 20 世纪 90 年代，保证金贷款在消费者的总债务中所占的比例大大增加。日间交易和保证金贷款的致命组合，使许多投机者在 2000 年的市场崩盘后无比悲伤。发行的保证金贷款在 2000 年达到了顶峰，接着在市场崩溃后逐渐减少。

投资者行为在美国的税收激励结构下看起来非常理性。例如，偏向于资本收入的激励结构在税收体系中存在已久。为了让资本持有期超过 5 年，资本收入税率在 1997 年从 28%降到 20%，并在 2001 年下降到 18%。经纪人热心地建议他们的客户，在 1997 年立法通过之前的两三年内不要出售有利可图的股票。谁会不愿意再等等来享受税收减免优惠呢？而且，因为其他的售出者也处于相同的处境，所以买入者知道这种推迟策略。还需要我们记住的就是，不管怎么说，资本收入税都低于收入税——对于中产阶级来说，更是如此。因此，这就产生了倾向或者偏好：收入被锁定在资本价格上升而不是分红中。此外，还存在一个在市场处于上升期时长期持有股票以减少税收支付的倾向。公司对这种税收规定的反应是，更倾向于保留利润从而增加未来的收入流和提高股价。这种税收偏袒的副产物是，在 20 世纪 90 年代，股利—价格比下降到 1.5%左右，而股利—收入比则大幅下降到 32%的最低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点。不管怎么说，投资者更偏好于未实现资本收入的行为——延迟售出——这进一步造成了股价的上升。任何突然的恐慌都会导致投资者逃向出口——进入债券市场。这种情况发生在2001～2002年。

前面谈到的对资本升值而不是对分红的偏好，不仅仅出于税收考虑，还来自于其他力量。当股票期权成为一个普遍的诱惑和公司高管的奖励时，回购计划的数量相应上升了。美国公司不仅仅使用自己积累的利润来买回自己的股票——有些公司还借钱来进行回购。这样的计划让股票持有者高兴，但更高兴的人是能优先持有股票期权的公司高管。不断上升的股价不成比例地影响了股票期权，许多高管得到了从天而降的百万美元作为报酬。美国公司就这样在当时发现了一个拥有巨大力量、可以进一步提高股价的赚钱机器。

作者认为，当美国公司的大部分单一的目标是不计成本地最大化自身股价时，公司部门的自我利益追求已经达到了极限。事实上，美国公司在20世纪90年代后期是股票的净购买者——包括他们自己的股票。公司不仅把自己积累的利润投入到股票回购计划中，甚至还借钱——一般以高于自己利润率的利率——来实现这个单一的目标。这种策略导致了可怕的长期后果。用高负荷的资产负债表来人为支撑股价的花招难以持久。股票回购在股价低于合理价值时是明智的和有一定合理性的，但在价格高于合理价值时却是对公司资金的巨大浪费。证券交易委员会的一些规定试图阻止股东通过人为的交易来支撑其自身股票价格。例如，和前一个月相比，一家公司购买自己股票的数量不能超过自己平均交易量的25%。我们应该注意到，在“9·11”事件后，为了鼓励在总体不确定性下购买股票，回购规定被放松。这里要传递的信息是，股票回购的暴增和股票期权的暴增是高度相关的，而不能把股票回购的暴增看作一个巧合。本质上来说，这在一定程度上是将股东财富转化为公司高管的财富。证券交易委员会和其他当局部门表达了对股票期权代价的关注——因为一般的投资者并没有完全意识到股票期权对作为底线的利润的影响，并且/或者投资者被隐藏的代价迫害了。

随着20世纪90年代持有股票在美国越来越流行，美国公司也开始通过首次公开发行来跟随潮流。承销商在发行新股和设计能吸引大众的市场策略上扮演着重要的角色。在给首次公开发行定价时，如果没有认购超额，定一个会被良好竞标的价格很重要。毕竟，承销商不想承担股市泡沫。公众不仅对新股票很渴望，对可能成为赚钱机器的新事物也是如此。此外，还存在一种公众意识，那就是，首次公开发行是低于其价格和价值的，因为承销商害怕解决没人买股的问题。历史事实告诉我们，首次公开发行在短期是伟大的胜利者，但在长期却是可怜的失败者。首次公开发行股票在第一天的价格比官方发行价高出5%～10%是正常的现象。在泡沫期间，数天之内就能达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令人吃惊的400%的收益。难怪投资者会投入到疯狂的争夺中，以期获得这些股票。然而，尽管能迅速获利，它们在长期的表现却非常糟糕——大部分首次公开发行的股票在最近20年的表现都比一般的股票低35%[参见坎宁安(Cunningham，2002)]。这就像是更傻的傻子理论的表现——投资者知道他们必须迅速离开这个圈子——并且要比其他人早。

证券分析师为了使市场上升，表现出了对一些产业的偏爱——大部分的建议不是持有就是买入。证券业的健康、报酬和委托都基于市场表现，而市场表现则基于上升的市场。几乎没有卖出建议，可能是因为公司的首席执行官们不想让自己的公司股票处于挣扎状态进而沦落到被投资者抛售的地步。如果证券公司和他们的分析师坚持建议卖出，他们会被剥夺拥有许多关于整个事件主体的消息和资料。害怕导致了买进或者持有的建议，即便当残酷的现实要求卖出时。另一个明显的冲突出现在：为了支撑股票价格，证券公司通过描绘出一幅光明的公司业务前景来安抚现有的客户(一些人背负着未偿贷款)。研究标准向研究部和销售部之间的密切联系妥协了。买入建议的结果就是，鼓励投资者买入股票——无论价值分析的结果是该买入还是该卖出。

除了上面所谈到的偏向于买入的建议，还有一个想法，那就是存在一个游戏，并有一个获胜的好机会。特别是小规模的投资者参与到这个游戏中，因为他们想用少量的钱来获得大量的收入，从而实现他们最终的幸福。大规模机构也想获得大量收入，但理由却不同——他们想作为金钱处理者和金钱制造者来最大化他们的威望。成功带来了更多的退休基金和更自由的资金投资。然而，这两种投资者都很容易被惊跑。关于金融脆弱和强调投资者羊群效应的文献有很多。难道美国投资者不像是在玩着一种金字塔——或者说连锁信——的游戏吗？那就是说，每个人都知道股票被过分高估了，但是他们仍然不愿意退出，因为他们相信世界上还有更傻的人。早期的局内人因为有先发优势而获利，他们将股票卖给局外人，而这些人又卖给新一波的局外人，就这样一直传递下去。利润会不断增加给局内人，只要金字塔的新地基比以前更大(以及有更傻的人)。当许多投资者的心里都在怀疑金字塔底下的基本价值是“疲软的”时，进行这场游戏怎么还会是理性的呢？成本—收益分析适用于这里，多年来周转于股票的投机的资本收益超过了后期的巨大损失。更好的情况是，聪明的投资者实现了资本收入，并先于其他投资者退出。这是专业投机者的主要战略——真正的“打了就跑”。唉，这样的战略虽然很有理论吸引力，却更像是灵光一闪。当投机者发现不接受巨大损失就不能退出市场时，清晰的前景带来了更多的恐慌。投资者情绪的突然改变或者巨大冲击消息的出现会导致恐慌的开始。因此，当意识到股票价值已经不能根据基本面调整时，金字塔崩溃了。价值缺失对于投资者来说并不算一个冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

击，但是这个消息出现的时间却可能让专业投机者大吃一惊。即便在这样的金字塔游戏中，也存在一定程度的理性——不参与就是损失了赚钱的机会。这正是 20 世纪 90 年代发生的事情——旁观的邻居变得富有，许多投资者更担心错过机会。新一波的投资者出于纯粹的嫉妒而进入了资本收入的盛会。从过去的股票市场记录来看，金字塔的较低层都已经获得了成功，而且即便把股市的情况告诉给他们的邻居，也不会让自己损失。

还有一种信念就是，泡沫自己养活了自己，从而得到了一个累积的动力。希勒将之称为"反馈回路"，也就是说，每一层或者每一波股价上升在投资者心中留下了这样一种印象：上升的趋势自己喂养了自己。人类就是习惯和过去的产物——他们总是基于最近的历史来适当地形成自己的预期。于是，分析最近的趋势足以得出股价会进一步上升的结论。浮现出来的还有一个有名的赌博技巧，这就是使用私房钱。一系列的利润会使得投资者傲慢和大胆——过度风险承担和加双绑——因为他们认为这是私房钱，不是挣来的。从心理学的角度出发，人们花钱的意愿取决于它的来源——一件礼品、来自遗嘱的钱、彩票中奖或者说迅速的股票市场收入，都会被更大方地花掉。

这带来了一系列影响投资者形成战略——或其对信息的反应——的心理因素的分析。坎宁安(Cunningham，2002)指出，许多人类的偏见和精神因素扭曲了投资者的决策能力。例如，受雇者更倾向于将自己的 401k 计划投入到雇用自己的公司的股票中，而不是投入到其他股票中。人们为股价水平设定了目标价格和参考点，并坚持至达到为止。与之相反的是，意识到资本损失似乎就没那么容易了——坚持到市场恢复——不管基本面如何。这是一个承诺偏倚——我曾经正确地决定购买安然公司股票！我将一直看着它回到我进入市场时的价格水平。投资者还会陷入到寻找模式的问题中，但很有可能的是，看到的都是一系列无关的随机因素。这是旧的"沙漠中的绿洲偏差"，投资者看到他们想看到的东西。还存在一个令人安慰的社会证据，让投资者相信，市场是正确的，并且跟随羊群是明智的——数量越多越安全。最后，重要的是，投资者没有计算或识别概率的能力——这就是为什么人们即便知道他们不会中奖也会买彩票的原因。他们会为了一个获得更高价值的机会而支付更高的价格，这很有可能是为什么小投资者会在股票市场上投机的原因。

西格尔(Siegal，2002)详细研究了美国股市的反弹能力。他指出，以下程式化的事实支持了买进并持有的战略。

- 股票收益率达不到无风险的 10 年期债券收益率(3.5%)的时间——只有 25%。
- 股票打破背离均值的长期交易通道的时间——只有 25%。
- 在过去的 100 年里，平均下来，股票每三年中有两年在涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 自从 1945 年以来，收回自己最初投资的时间最长是 3.5 年。
- 自从 1946 年，特别是 1982 年以来，趁低吸纳的策略是有效的。

前面的信息告诉我们，因为股票自身证明的反弹能力，投资者在所有资产中更喜欢股票。股票价值上升的趋势已经持续了 150 年，依据过去情形分析，趁低吸纳是合理的战略。西格尔（Siegal，2002）还指出了关于 1972 年的 50 只极好股票的高收益——市盈率为 41.9 倍，并证明了即便在顶点购入这一篮子股票，也能得到和标准普尔指数相同的收益。而且他提到，这一篮子股票中的一些，譬如百事（Pepsico）、可口可乐（Coca Cola）、吉列（Gillette）、安海—布斯希（Anheuser-Busch）、辉瑞（Pfizer）、礼来（Eli Lilly）、默克（Merck）等，表现得比标准普尔指数还好——即便是在 1972 年买入！如果在 1973 年趁低买入这 6 只股票，那么会多赚多少呢？即便是在错误的时机买入了股票也是能赚钱的。许多美国投资者都相信，在 20 世纪 90 年代买入股票是"正确的"——只要有足够的耐心。美元成本平均化则成为了趁低吸纳战略的补充。

公司的利润披露同样欺骗了投资者。在 20 世纪 90 年代的美国商界，存在很多管理漏洞。公司不仅通过首次公开发行和股票期权，还通过糟糕的会计制度和披露标准显示自己的贪婪。公司利润因为很多原因和方法得到了膨胀。美国公司通过除去某些特定的支出和宣称它们是"一次性"的干扰，来报告出比公认会计准则(General Agreed Accounting Principles，GAAP)更高的收入，这种情况很常见。接下来的就是，真正的每股收益比大多数公司之前所描绘的要低得多。糟糕的管理将是第六章讨论的重点。

就如同前面所说的，只靠经济基本面分析不能解释美国股价在 20 世纪 90 年代的暴涨。在那个时代，实际每股收益的增长率仅仅是 4.6%——不比 4.4%的实际国内生产总值增长率高多少。我们知道，每股收益的增长率在任何时间段都不能超过实际国内生产总值的增长率。那么为什么股价增长了 6 倍呢？前面列出来的偏差对解释股价大幅偏离长期趋势大有帮助——过度的活力、有偏的激励、交易成本过低和货币流动性。

套利者在哪里？

经济学家认为，所有的市场都有自我矫正的特点，股市也不例外。就像在商品和服务市场上，伸缩的价格和工资使市场回到均衡一样，套利者缓和了股市中价格对价值的偏离。巨大的偏离导致套利者进入并卖出定价过高的股票和买入定价过低的股票。因此，追求利润的套利者和理性投机者稳定了股市。这些套利者的分析是基于基本面进行的。在市场的另一面，是趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

追逐者和流动性交易者。这些交易者被不友好地称为追逐市场的"非理性投机者"。他们的分析是基于同伴的情绪和羊群效应。他们设法预测市场对突发事件的反应,而不是对基本面的反应。这实际上是对同类投资者对消息反应的二次推测。毕竟,投机的主旨就是从其他参与者那里获得资本收入,这和凯恩斯判断选美比赛获胜者行为的观点是类似的。也就是说,当竞争者出现在舞台上时,观察其他评判者的反应,必要时就放弃自己作为一个评判者的观点。

在 20 世纪 90 年代,看起来,交易者更像是追逐而不是创造上升趋势。这就是动量交易。股票价格上涨的信号进一步提高了价格,于是经纪人告诫——不要逆大势。即便如此,当警告信号出现时,它们被股票经纪人和基金管理者合理化了。这次不一样了!他们宣称——我们知道,从历史的标准来看,现在市盈率的确很高;但是,我们继续购买是因为我们预期到了下一年的分红,甚至是再下一年的分红。除此以外,新经济已经来临了,人们不太关注市盈率了——要做的应该是考虑大局——于是这个故事继续进行。在这个时代,许多投资者都面临着成为投机者的诱惑——包括机构。可能是因为他们太相信更傻的傻子理论了。

那么,投机者对股市带来了多大的问题呢?如果你相信弗里德曼(Friedman,1953),就不存在使市场不稳定的投机。从某种程度上来说,当投机者高价买入并低价卖出时,就会因为损失而退出市场。这就是第三章讨论过的低买高卖。詹森(Johnson,1976)也支持这一观点,他认为,对每一个使市场动摇的投机者来说,都存在一个使市场稳定的投机者,反过来也是这样。在标准化的世界中,投机者稳定了市场。尽管如此,在下面的"旧的基准点和转折点"部分,我们会更充分地讨论,存在一种诱惑,使得潜在的套利者等待甚至追随市场,直到价格波动的外部界限被检测到,这时他们才开始行动。并没有足够的证据来证明,使市场稳定的投机是美国股市在 20 世纪 90 年代的特征。恰好与之相反,投机者更愿意跟随潮流而不是逆市而行。不参加就是放弃得到收益的机会。那是很明显的,美国股市在 20 世纪 90 年代的泡沫就是过度投机的直接结果。为什么?因为在那时的经济系统中,有太多的偏向——使得人们更偏向于股票而不是债券。

旧的基准点和转折点

在第一章,我们谈到了均值回归的话题。为什么投资者不再相信旧的基准了呢?也就是说,为什么他们不害怕市盈率会恢复到 14.5 倍的长期水平呢?相反,为什么他们不相信总的股票收益率会回归到 7.4%的平均水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？毕竟，我们知道，在20世纪90年代的大部分时间中，市盈率都在30倍以上。我们还知道，实际股票收益率从1982年的低点到1999年的高点平均为13.4%。这些数字都在长期趋势价值之上，然而对此投资者都视若无睹。估值之高让人吃惊。即便使用长期平均市盈率14.5倍——繁荣时，市盈率达到35倍——美国股市仍然被高估了2.5倍。

托宾Q比率有很强的回归均值的历史特性，在繁荣的那些年里，托宾Q比率是理论标准的2.5倍。另一个用于估计股市高估程度的基准是美联储模型。曾经有段时间，10年期债券收益率是标准普尔平均每股收益的2倍。这又一次超过历史基准，确认了美国股市的过高估计。尽管如此，到底高估了多少仍然有争议。很有可能的是，在激励偏袒的推动之下，合理的市盈率在20～30倍之间，所以20%的股票价格矫正要比60%的合理得多。

尽管如此，我们只能推测，为什么美国市场花了如此长的时间来自我矫正。道—琼斯指数在1999年的顶点到2003年的低点之间近40%的矫正，似乎是一个过度反应——即便从理论的角度来看。大部分关于过度繁荣——上涨时的高估——的解释在本章前面部分已经探讨过了。过度悲观——下跌时的低估——可以很容易地用“9·11”事件、伊拉克战争和无效的治理标准来解释。也许在2003年，投资者在贪婪和害怕之间摆动着。

它是投机泡沫吗？

纳斯达克指数不断地上涨，然后下跌，这可以看作一个泡沫。市盈率决不能持久维持在1999年的水平。事后看来，当市盈率回归均值并靠近自己的长期平均水平时，道—琼斯指数和标准普尔指数从任何方面来看都是泡沫。股市类似于一个赌场，在这里能通过追求资本收益以超高速获得金钱。虽然在真实经济中潜伏着使股票上涨的力量(生产率增长)，但是这些力量完全不能和股票价格上涨的程度相匹配。金融经济就像1929年一样，已经偏离了实体经济。如果投资者购买股票是为了通过长期持有股票来获得分红和得到预期的价值收益——此时股市很有可能会有效运行。因为此时资产价格主要是被其基本面因素——收益率——所影响。尽管如此，另一种效率也在起着作用——一个有效的资本市场将资本分配到正在进行资本形成和创新的公司。在这个良好的循环中，一个更有效的经济能巩固一个更有效的股票市场。尽管如此，股票价值必须要“证明自己”——毕竟，有耐心的投资者/消费者放弃了现在的消费来获得未来更多的消费。这些牺牲是需要补偿的。同样重要的是，存在一个未言明的信念，那就是，美国公司在寻找高效的投资机会，而不是把资金反复投入到高风险的类似赌场的地方去冒险。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，在资本市场追求长期资本收入的耐心投资者，不太可能在资本价格上造成泡沫。同样地，美国公司给予和预期一致的真实回报，减少了泡沫发展的可能。但是，以上情况都没有发生。美国公司在错误投资和过度投资上浪费了资金，所以没能实现投资者的预期回报。然而，美国公司并不仅仅是不能实现预期的回报，他们还通过购买自己的股票——将价值推高到一个无法持续的水平——从而造成了自己的失败。

如果投资者时刻困扰于获得短期资本回报而不考虑"花生大小"的分红[向吉米·卡特(Jimmy Carter)先生致歉]，那么，股市和赌场就没有什么差别了。当谈到美国投资者在20世纪90年代的赌场心理时，坎特伯雷(Canterbery，2000b)认为，那时不存在使其平衡的压力。如果美国投资者知道投资期很长，那时我们就应该观察到很低的股票和债券周转率。换言之，"买入并持有"的策略将会流行。然而，外汇、债券、股票和衍生品市场的高周转率——超过了由改变的价值信息所能证明的合理的周转率——给了我们不止一个微妙的提示，那就是，投机哲学流行于20世纪90年代的金融市场。

虽然很难得到投机泡沫的严格定义，但所有的泡沫之间都有一个普遍的联系——购买一项资产的目的就是为了卖出以获得资本收入。纳斯达克指数泡沫就是这样，投机者并不关心他们的股票是不是会分红，因为他们不会持有太久。高科技公司的利润呈指数型增长，会加速增加并达到很高的可能无法持续的水平，这种信念是解释人们购买那些有过高市盈率股票的主要理由。因此，乐观的未来收入流被贴现加入到股票的现值。然而，市盈率却不会同样荒谬。没有一家美国公司能确切地保持10%的每股收益增长——高空飞行者总是会回到正常的4.5%(国内生产总值增长率)左右的水平上——就像狂欢消退一样。

另一个泡沫的表现就是持有资产的机会成本。例如，在荷兰郁金香泡沫期间，一枝郁金香在17世纪20年代能买下阿姆斯特丹的三所房屋[参见瑟罗(Thurow，1996b)]。会有人相信这样的相对价值是合理的吗？关于泡沫是否存在的问题，格林斯潘(Greenspan，1997b)做出了以下的评论："在通货膨胀时期，识别泡沫是中央银行所面临的最有挑战的几个问题之一，它的关于基本面评估的结论，还要面对成千上万投资者的判断。"因此，至少在他看来，存在一个辨别问题，那就是，成千上万的投资者不会错——这可能吗？数量越多越安全并不合理，即便在去地狱的路上也是这样。

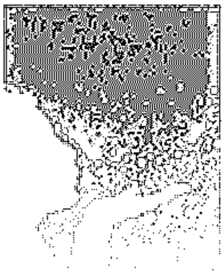
如果格林斯潘活在17世纪20年代的荷兰，他可能会在某个时候做出每枝郁金香值3所房子、每枝郁金香值2所房子，或者每枝郁金香值1所房子……这样的结论吗？这会造成泡沫吗？或者他会在篱笆旁得出同样的结论，既然如此多理性的投资者认为它是对的，为什么不让价格在时机成熟时自己平息呢？最主要的问题是，美联储是否有能力和勇气把泡沫称为泡沫？其次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

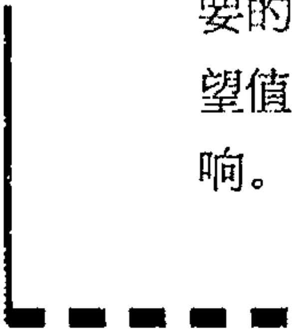
就是，能采取什么措施来平息泡沫？我们将会在第七章和第八章更详细地讨论这些问题。

“新”新经济

如果美国投资者能够回到20世纪90年代并重新开始，他们不会被新经济已经到来、旧经济已经离去的宣传所影响。关于新经济股票的前景包括暴涨、在市场获得自己的地位、获得超额利润以及将市盈率推到新高。证券交易互助会认为，新创新时代的转折点来临了，增长型的股票就是新经济股票。同样重要的是，这些股票很可能会窒息或者损害旧经济股票。根据示例，谨慎的投资者至少会明显偏向于投资新增长型股票，这些股票会不成比例地吸收自由支配的资金。因此，关于该投资于成长型还是价值型股票的争论又一次被忽视了。事后看来，投资于成长型股票的策略在1996～1999年间获得了更高的回报，价值型股票则从2000年开始表现得更好。虽然我们应该注意到，在这些股票里面，高β系数股票表现得比低β系数股票更好。事实上，新经济从没有像股票经纪人所想象的那样到来和繁荣。投资者的预期太高了，以至于无法开始，他们被投资言论所蒙骗，在增长结束的时候受到了他们自己贪婪和易上当的诅咒。也许格林斯潘对于市场的信任——投资者会让市场正确运转——放错了地方。事实上，投资者都错了，因为他们太相信新经济产生超正常利润的能力。所有的公司都不能在增长中始终处于平均增长之上。



20世纪90年代：背离实体经济



The World Classics of Investment

有很多理由可以解释，为什么美国股价不能在20世纪90年代反映市场价值。其中许多理由都在解释泡沫过程。20世纪90年代股票价格暴涨最基本的原因就是，最近发现的低通货膨胀率和由此带来的很低的长期实际利率。通货膨胀猛兽得到了驯服，带来了债券市场的平静，这种情况下，投资者也失去了对风险的认识。来自日本和中国的外国投资者则认为，持有美国债券更有竞争力。

轻信和期望在关于未来收益率该如何演变的商业观点中，扮演了非常重要的角色。对消息的敏感直接关系到对所持有股票的未来收益流的贴现期望值。这样的分红是不确定的，但是肯定会受到消息披露改变风险认知的影响。在不确定性的世界中，改变预期和改变基本面本身一样，会影响资产价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格。风险可以被准确地衡量或通过多样化来消除的观念是错误的。一定程度的不可避免的风险是不能通过资产组合多样化来消除的。

依赖"技术分析"和主要依赖历史事件而很少外推历史事件的复杂经济模型也是有问题的[参见巴斯基和德隆(Barsky and De Long，1990)]。历史趋势是这样的：历史只会对现在的趋势有一点并不明显的指示。从某种程度上来说，股票分析是过去经验的俘虏。他们预测股价转折点的能力很有限。

从人类本身出发，人们总是更倾向于乐观地认为股价会上升和繁荣会到来，却不太能认识到严重的损失和萧条。绝大部分市场参与者偏向于好消息、螺旋上升的市场和利润。对于损失的担心被跟着市场走和跟着百万名投资者走的安全感所抵消。这就好像有种感觉，抱有相同想法的投资者数量越多越安全，因为"市场一定是对的"。

不仅仅是私人投资者在追逐市场，机构也是如此。图表分析师经常在寻找峰顶和谷底，如果这样的点被打破，触发行动就被激活。很明显，那时的交易活动是顺应周期的，并增加了市场不确定性。共同基金，特别是指数基金的策略是通过追逐市场来追求利润的——不考虑基本面。这样的重复、高周转、打了就走的策略在正确的时机下获利非常丰厚。短期波动性主要是基于由恐慌造成的羊群效应或者对消息的自动反应。如果大规模交易机构使用相同的计量模型和预测技术，那时就会存在自满的机构性交易行为，导致股票价格的更大波动。基金经理怎么会冒着风险不追逐市场呢？是因为这关乎到他们的名声和工作吗？基金经理怎么会愿意成为逆向投资者呢？他们又怎么会愿意在别的专业投资者通过联合获得成功时，离群并遭受损失呢？避免担忧和遗憾部分地解释了在股市上能观察到的羊群效应行为。

套利者在什么时候会表现得不像套利者呢？他们可能会等待，直到波动的外部边界被真正检测过之后再行动。更坏的是，套利者可能会跟随一个波动的市场而加入到风险投资者之中，从而加重了"趋势"，因为比起逆行于市场，跟随市场更明智并有利可图[参见史莱夫和萨默斯(Shleifer and Summers，1990)]。市场崩溃或繁荣的非理性并不重要，重要的是预测这种市场的情绪和思想。面对累积性的行动和自己喂养自己的市场狂热，我们应该谨慎。即便大规模交易机构拥有改变价格的能力，他们也经常遵守规则——"趋势是你的朋友"。在波动性较大的时期，市场专家将投资者心理的分析放在了首位，而不是把可能一时不够明了的基本面分析当作重点。这样的投资方法类似于猜测投资者下一步的行为、他的策略和他的投资组合。不能跟上潮流的结果是，在市场失控时放弃了利润。

还应该注意的是，市场专家希望金融市场波动，因为股票和债券价格的任何波动都意味着潜在的获利可能。如果股票价格在分红之前一直不变，这种市场的交易量会非常低、沉闷并且不能获得现在所获得的如此多的关注。

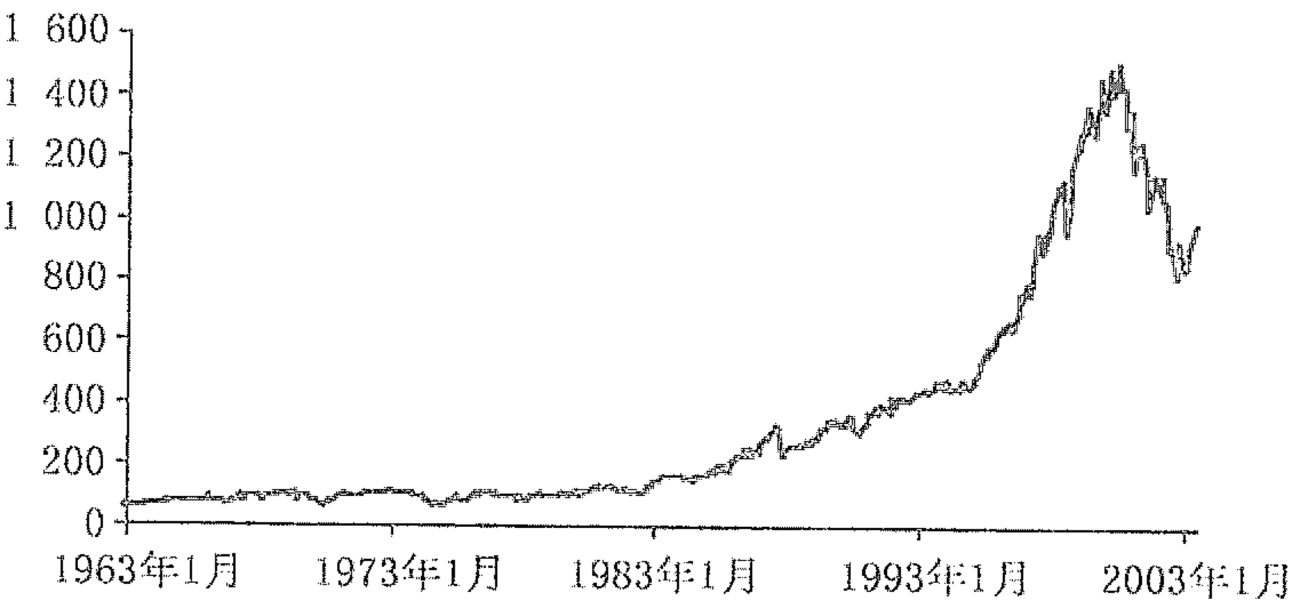
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

追求短期资本收益决定了市场表现。尽管如此，套利者最终会"尘埃落定"，也就是波动已经耗尽之后，开始套利，此时的利润来自于股价回到均衡价值（根据公认的市场情绪和中期基本面）的过程之中。

如果股市是理性的，他们只会对与基本面有关的消息，特别是收益率，做出反应。然而，我们能在没有关于特定股票或者是整个市场的消息时，观察到股价的巨大变化。此外，还存在着周末效应对股价影响的讨论。因此，专业投资者基于其他投资者可能采取的行动而行动的交易范式的确是存在的。

很显然，即便现在已经可以获得新的信息，对未来分红和股票价格的预期或者投资情绪的改变都会影响股价。因此，风险认识的改变对于股价的改变非常重要。很有可能的情况是，投资者在短期对于消息的反应过度，一些投资者则是在"犯错"之后纠正自己的预期。

在面值上，美国股票的市盈率在 20 世纪 90 年代后期达到了历史高点。例如，在 2000 年 1 月，标准普尔指数的市盈率达到了巨大的 44 倍（如图 4.1 所示）。这已经超过了在 1929 年泡沫中所达到的历史高点。就像前面所提到的，即便是在 20 世纪 60 年代的黄金时代，市盈率也只达到了 20 倍。根据希勒（Schiller，2000）的研究表明，价格—收入比是一个很好的未来收益（10 年）预测器。他宣称，连续多年的低价格—收入比之后是很高的回报，然而连续多年的高价格—收入比之后是很低的甚至负的回报。我们知道，在2000～2002 年间，市盈率和收益都下降了——从很高的水平部分调整至此。即便最近的分红也只是刚刚超过 1%，远远低于 4.7%的历史平均水平。



资料来源：纽约证券交易所。

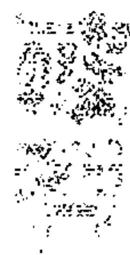
图 4.1　标准普尔 500 指数

The World Classics of Investment

财富储藏和远见

有经验的投资者知道，当前股票价值主要与未来的收入和经济健康有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关，与当前的收入和经济环境没有太大关系。因此，最近的股市繁荣很有可能是有远见的投资者的作用，他们比在近代金融史上的任何时间都看得更远。当有远见的投资者对遥远的未来看得更清楚时，风险溢价下降很多。在20世纪70年代的通货膨胀乌云下——部分由于石油危机和恐惧而造成，投资者对于美国金融市场是不确定、焦虑和缺乏远见的。换言之，投资者害怕即将来临的晦暗的风暴，需要一个更高的风险溢价，作为可能对收入和股价产生不利影响的消息的补偿。高科技股票的高市盈率反应了投资者的乐观和远见。尽管如此，事后看来，这样的预见是不正确的，股票价值也不能合理化——因此，风险溢价的萎缩也就变得没有根据了。

这样的远见（或者说无所畏惧）是基于一些自从20世纪80年代以来已经变得很明显的相关趋势而得到的。从经济的角度来说，通货膨胀率的波动不再剧烈，并且开始下降。就像泰勒（Taylor，1998）所宣称的，自从20世纪80年代以来，美国的产出和通货膨胀率的波动已经不再那么明显。结果是，利率也开始下降。从金融角度出发，公司收入和分红的波动也不再明显。因此，价格—收入比上升。总之，整体波动性的减弱使得商业推算或者收益率推算更加容易。这些远见看起来是理性的，因为它们建立了一个更加成熟和稳定的经济。霍尔（Hall，2000）引用了一些例子说明，为什么美国经济更加稳定了——譬如更大的服务部门、更稳定的联邦预算、更好的存货控制、更少的外部冲击以及更好更成熟的货币反应政策。所有这些条件使商业推算更加精确，并揭示了为什么投资者会乐于忽视他们以前害怕的风险。

泡沫以及接下来的崩溃证明了投资者储存资金的地方并不安全，并且绝对不是“随取随拿的”。一些私人投资者已经丢掉了他们一生的积蓄，因为他们被误导，认为投资于股市就和投资于债券及把钱放在银行是一样的。剧烈的波动以及/或者私人错误选择的股票在许多情况下导致了个人灾难。格林斯潘应该关注到，美国基金经理和私人投资者都已经把美国股市看作可随时取用的存储器——或者说，是一个巨大的金融仓库。是的，曾经出现过一段平静的时间，美国金融市场在1999年基本上没有天敌，所以大部分人相信“有序地退出”。现在看来，这只有一半的真实性。我们可以从亚洲金融危机中看到，它就像一个夜间作案的小偷。有序地退出并不是上帝的保证，就像格林斯潘（Greenspan，1999c）经常所说的，突然的改变或事件可能会导致市场进入疯狂的抛售中。

格林斯潘对纳斯达克股市泡沫的辩护

由于一些高技术纳斯达克股票所表现出的位于50～100倍之间的“疯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

狂"的市盈率，难怪一些投资者会怀疑这些市盈率的正确性和可持续性。尽管为了选择高科技股票而估计未来收入流充满了危险——"乱枪策略"可能被证明是有效的。这也就是说，抽样地买一捆股票，其中一些有希望能够成长获利。

因此，投资者理智地认为，只要有一些高科技股票能成熟并得到超利润预期，就值得持有一个高科技股组合。但是，这个策略在事后看来是无效的，因为所有股票都是一起崩盘，很少有例外的。理性只存在于当时的旁观者心里。

下面是一封格林斯潘对这种投资组合和赌运气方法的巧妙的公开信[参见格林斯潘(Greenspan，1997C)]。

如果没有什么听起来有道理的东西在里面，这些炒作是不能起作用的。不断增加的证据表明，无论是真正的商品、服务还是其他形式的东西，这个国家所分配的产品和服务中有很大一部分从传统的渠道转移到一些因特网系统中。这个潜在市场的规模是如此之大，以至于产生了对形形色色潜力的不可企及的希望，希望有大量不同的推进器。毫无疑问的是，一些自身股票的价格正在顶部的小公司将会成功。它们即便处于更高的价格位置，也会被证明是合理的。然而，大部分公司却几乎肯定会失败。这就是市场在这一点上起作用的趋势。

换言之，他承认，投资组合经理人为了以上涨股票的利润来弥补下跌股票的损失而持有许多股票是合理的。而且，他强调了商业运作方式的基本转变——大幅度地降低了单位成本。因此，在"这些夸大"之下，有一些听起来合理的原理——至少对某些公司来说是这样。

格林斯潘(Greenspan，1997c)继续重申了博彩原理。

这里有一个很值得观察的迷人的东西。用一个更好的术语来说，它就是"博彩原理"。彩票基金经理人很久以来就明白了一个道理，那就是，你可以让一个人以高于机会价值的价格购买百万分之一的博彩。换言之，人们为某项索取权支付了更高的价格，这就是彩票利润的来源。这意味着，当你在面对股票时，股票价格变为零或者股票涨到很高的价格都是有可能的，你可以像彩票一样在股票上得到一个溢价。因此，前景越发变化无常——事实上，这就是在大部分问题中正在发生的——你越可能得到一个股票溢价。

不仅仅是专业的资产组合基金管理者想要得到最大的利润，被大额资本收入所诱惑的私人投资者也是如此，并且他们为参与到这个游戏并获得荣誉，做好了接受更高风险的准备。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于沃伦·巴菲特(Warren Buffet)已经是一个非常成功的投资者了，听听他对希望"打了就跑"的股票市场游戏的参与者或投资者的评论吧，那就是，损失总有一天会掉到某人头上。巴菲特和坎宁安(Buffer and Cunningham，1997)说道：

区别投资和投机的模糊的界限，在大部分市场参与者获得成功的时候变得更加模糊了。没有什么事比毫不费力地赚钱更理性。在这个令人陶醉的时期之后，明智的人开始变得像在舞台上的灰姑娘。他们知道，在宴会上逗留时间过长——继续投机于拥有巨大价值而不是能在将来产生巨大价格的公司——最终会带来南瓜和老鼠。但是，他们不愿意错过这一盛会的任何一分钟。因此，这些眩晕的参与者都计划在午夜前几秒离开。但是，这里有一个问题：在他们跳舞的房间里面的钟并没有指针。

虽然格林斯潘关于科技股狂热的解释看起来似乎是合理和值得相信的——我们从最近的历史中可以发现"鸟枪战略"(shotgun strategy)失效了——因为大部分高科技股都同时从荣誉上急剧地摔了下来。这并不是说，在尘埃落定和新经济股票成熟后，现金流分配会奖励那些多年来忠诚的投资者。尽管如此，在这些高科技股票狂热表现中的投机程度是相当高的，许多大牌的股票都跌掉了一半以上的价值，其中有些股票将永远不会重拾先前的辉煌。我们到底还是必须为自己的过失付出代价，并注销这些我们真正丢失的东西。

股市繁荣的国内起源

看着股票价格在20世纪90年代的指数爆炸性增长，人们理所当然地想问，是什么力量导致了它的上涨？从第一章中，我们已经知道家庭和公司都开始越来越多地依靠股票市场来储藏财富。因此，官方公布的储蓄率下降了。这一转变行为是基于股票指数一定会上升的信心——只要时间足够。除了人们在长期对股票的信心，杠杆的使用成为了市场的另一个推动自己达到更高水平的工具。当股票经纪人普遍被降低了保证金贷款的要求时，保证金贷款流行起来。热切的经纪人事务所为了火暴市场和吸引业务而减少了保证金贷款的要求。保证金贷款利率达到了50%，在20世纪20年代，这一数值才仅仅是10%，但即便如此，它也导致了股票价值的大幅增加。以票面价格来说，似乎很多日间交易者依靠信用卡和房屋贷款等资金进行杠杆交易。

其他流动性资金导致市场更火暴。从抵押再融资和节节攀升的房屋净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值中提取流动性资金是有风险的。看上去，这些直到2000年之前都在增加的额外资金，一部分被用于消费，还有一部分被用于股票再上涨。瑟罗(Thurow，1996b)批评了这种掏空房屋净值的行为——“从储蓄的角度来看，税法允许住房抵押贷款很有可能是美国最大的经济错误。”实质上，美国人已经将自己财富中低风险住房投资的一部分转变成了高风险的股票投资。1986年的逐步减少无抵押债务的税收改革方案把家庭推向了更高的金融杠杆。大部分增加的借款进入了股票市场，这样就把美国房屋的价格和美国股票价格的未来连在了一起。一个巨大的未预期的美国股票价格下跌拥有摧毁房屋价格的潜力，因为银行贷款还是要偿还的。如果全体投资者知道股票市场的下跌是必然的，那么，人们很有可能是通过房屋出售和减小规模来寻求资金。这样的联动和日本在20世纪80年代后期的经历——有关这些内容，在第十一章我们将会探讨——没有什么不同。

我们是否应该宣称，保证金贷款很危险地刺激了股票价格？因此，是否应该实施它呢？对于这个问题的关注是很有意义的，但是关于更广泛的金融杠杆问题同样值得关注。金融市场提供了许多高杠杆的产品，例如，使得保证金贷款变得不那么重要的股票期权和期货。简而言之，美国金融市场的自由和开放，使得投资者能得到他们需要的更高的杠杆率。总之，任何人都有权利用自己选择的绳子来吊死自己。当股票市场崩盘的负外部性达到一定程度时，美联储拥有要求更高信用和更高标准保证金贷款的权力，但对于衍生品交易的进一步管制是一个更大的难题。

正如在第一章所讨论的，另一个推动美国金融系统流动性的关键因素是，外国资金在20世纪90年代的大部分时间内涌入美国金融系统。这些加于已经很活跃的金融系统上的激增资金，刺激了美国股票市场泡沫的形成。对称地来看，那么减少外国资本流后，经常性账户的赤字会对流动性（美联储承受不住）产生相反作用，并使美国股票价格下跌。我们在2000年和2002年的熊市中就看到了这样的趋势。尽管如此，在2003年3月的伊拉克战争之后，美国股票市场价格上升了——比战前价格上升了30%——避免了连续三年来直线下降的尴尬。2004年，这些市场跟着美元和稳定的资金流重振起来。

结 论

美国股票市场在20世纪90年代后期过分膨胀，达到了被称为资产泡沫的高点。历史告诉我们，资产泡沫的后果是非常致命的，因为金融部门会被窒息，进入停滞——造成金融部门的脱媒(disintermediation)。在最初的金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融崩溃发生之后，迟缓的金融部门会依次将正在进行的这种窒息传递下去，进而使实体经济窒息。本章探索了传统价值技术失效——或者说该技术被投资者所忽视——的假说。关于泡沫的更深层次或者说更抽象的解释得到了研究——羊群效应、对资本收益的贪婪、有偏的税收激励、不佳的公司管理、股票期权、首次公开发行、保证金贷款以及大型机构权力的增加。在政府政策和投资者行为的推动之下，投资环境偏向于股票交易而不是债券交易。投机泡沫的进一步刺激导致国内流动性过剩，地理政治力量则推动着外国资金流入美国资产。

另外，还有一个观点——“真正的泡沫”。该观点认为，美国经济正在经历着实际生产效率的猛增，从而活跃了实体经济，并刺激了公司利润增加，这个观点仍然有点站不住脚。这一观点——格林斯潘所持有的——认为生产效率的增加和进一步上涨的预期支持了股票价值。作者发现，这一观点是有问题的，因为股票价格的增加远远超过了生产效率的增加。在第五章的分析中，的确存在迅速的生产效率提高和技术复兴推动股票上涨的情况，但是经济因素导致股票波动的观点从来没有被接受作为金融投资学问的基石。

在关于理性的问题上，美国股票的投机泡沫可能是一个“理性泡沫”。也就是说，对于私人来说是理性的行为，对于整体来说并不理性。在这个股票市场，存在一定程度的个人理性——如果跟随投资者群体能得到丰厚的利润的话——就像在 20 世纪 90 年代所做的，这时投资者搭便车是有道理的；换句话说，不用考虑经济和基本面的变动。当抢椅子的游戏要结束时，过度负荷的投资者会发生什么呢？这又是一个灰姑娘的故事，答案是巨大的资本损失；当然，在音乐结束前交易并退出的人不会遭受损失。知道了美国股票价格的上升和其他投资方式的低收益后，理解为什么投资者和机构会去搭便车就并不困难了。

在美国股票市场的狂热中，美联储正在做什么呢？美联储对于资产价格的膨胀是否是睁一只眼闭一只眼？在第七章和第八章，我们将会考察美联储在面对 21 世纪的挑战时，在影响经济活动、通货膨胀和股票价格中所扮演的角色。但是，首先我们要在第五章研究美国生产率和“新经济”故事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 新经济时期：已经来到了吗？

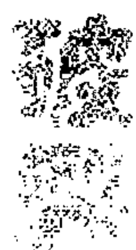
引 言

在历史上有很多发明创新，它们把旧的、发展缓慢的经济体转变成新的、快速发展的经济体，从而永久性地改变了普通人民的生活以及商品贸易。18世纪的铁路、机动交通工具、飞机、集装箱运输、电视机、计算机以及因特网，都是充当转换器作用的例子。结果是，人们的福利得到了巨大的改善，资源的利用效率得到了很大提高。得益于技术创新，人们从艰巨的、使人疲劳的、世俗的工作中解脱出来，从而可以享受更多的音乐、戏剧、电影、艺术、运动以及美国有线电视新闻网(CNN)广播。

在技术冲击波改变了美国经济以及生活标准得到极大提高的前提下，它引发了这么一个问题：为什么这一过程没有反映在生产率的统计数据上？为什么会出现经济福利的整体性低估？一个可能的原因是，产品的质量呈现指数型改良，而这并不能准确地体现在统计数字上。另一个可能的原因是，优良的机器以及资本使得工作的负担和乏味感极大下降。资本的质量减轻了工作的痛苦，促使产出迅速扩大，产品种类激增。然而，尽管在美国出现了创新潮，但是说“新经济”已经到来还言之过早。毕竟，股市泡沫的破裂就是一个证据。技术进步和创新更加提升了美国的经济繁荣，但是，商业周期并没有得到消除。毋庸置疑，美国显然正在进行着巨大的结构调整，但是称“新经济”正在废除旧的经济制度以及经济更加长久繁荣，这不仅仅是信念上的一个大幅飞跃。本质上，这是在承认，20世纪90年代的股市泡沫并不是完全建立在新经济到

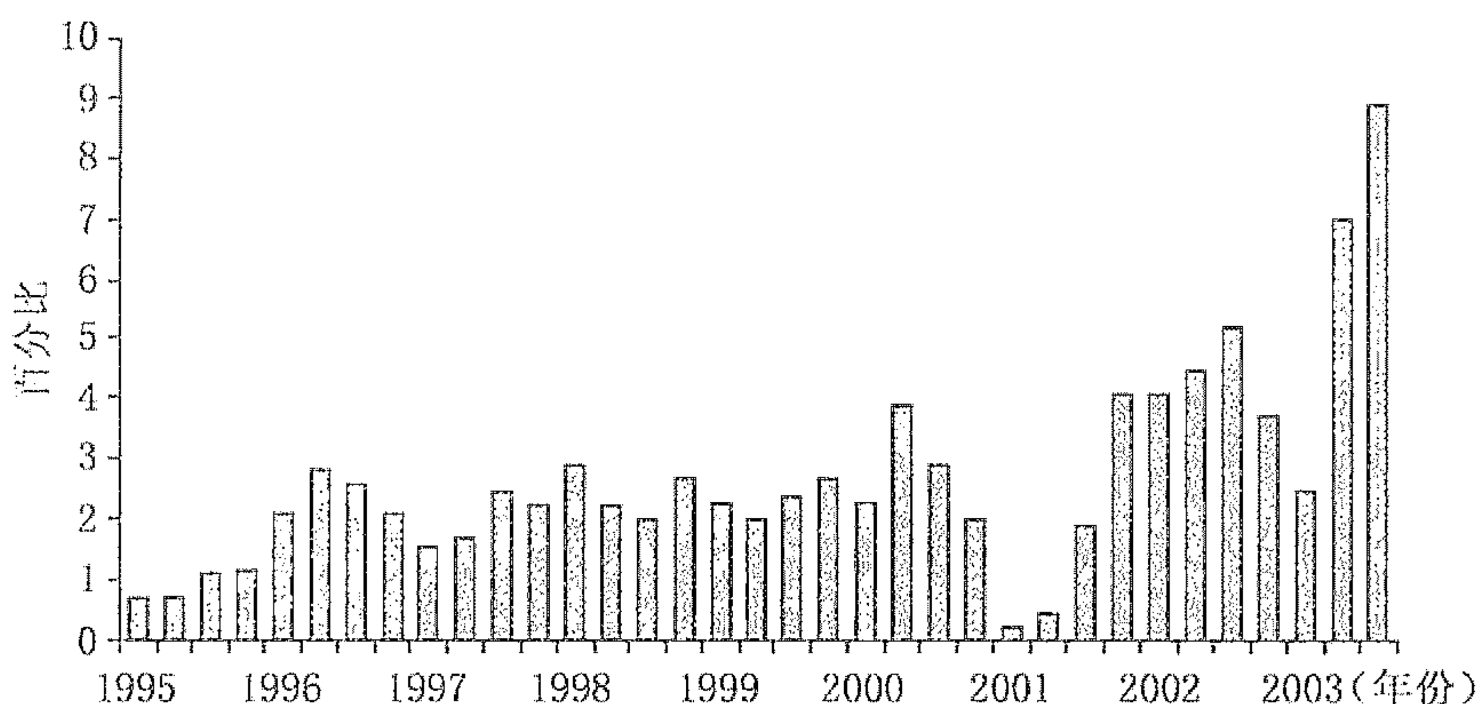
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来这一基础之上的。新经济从来没有到来过。本章将考察在过去的40年里，生产率呈现过山车式增长的一些原因，也给出一些反对宣称在21世纪，经济进入了一个新的、可持续的生产率增长时期的警示。通常来说，在生产率水平更高但不可持续的基础上，把股价推到一个更高的水平是很危险的。



生产率增长和股票市场

本书自始至终都在强调，货币流动性、保证金贷款、外资流动、税法、行为因素和投机是20世纪90年代股市泡沫的至关重要的推动力量。生产率增长对于提升股票的价值很重要，但是它并不能解释20世纪90年代后期股价的加速提高。除非格林斯潘的预期生产率增长的观点是可信的。在1999～2000年期间，劳动生产率增长率(2.1%)大约是1973～1994年期间(1.3%)的2倍。而标准普尔指数在20世纪90年代翻了6番。从图5.1可以看出，直到2003年，劳动生产率依然保持较快的增长——从2000年起，以平均高于4%的速率增长。当然，IT部门的生产率增速更高，1990～1995年保持在7.35%左右，在1995～2000年期间达到9.31%[参见乔根森等人(Jorgenson et al.,2003)]。即使这样的生产力增长率也不能成为纳斯达克泡沫在90年代翻10番的理由。



资料来源：美国劳工统计局。

图5.1 生产力增长(每季度的百分比变化)

也许生产率增长的加速转化成了每股收益增长的加速？这是格林斯潘的期望生产率增长理论的推论——投资者购买股票是因为相信，生产率增长的加速会产生可持续的公司收入增长—— 一个新的稳态。我们知道，这种情况并没有发生。尽管在那段时期，公司利润提升的情况确实发生了——生产率泡沫的大小并没有达到可以支撑巨大的股市泡沫的程度。事后来看，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者期望的利润增长并不现实。

以下几点能够很好地解释，为什么生产率膨胀的力量并不能充分地支撑股票价格膨胀这个问题。投资繁荣的先锋是 IT 部门。然而，根据《麦肯锡季报》(*McKinsey quarterly*)，IT 与生产率的关系是"含糊不清"的。更多的信息和知识流动是有用的，但并不是产生经济增长和公司利润必不可少的因素。正如费尔德斯坦(Feldstein，2003)所指出的：IT 部门相对于整个国内生产总值来说，仍然非常小，同时它具备的拉动力也十分有限。大多数经济学家赞同，生产力增长的最基本源泉是来自于——而且将继续来自于——IT 部门。尽管我们有可能期望，将来有一个更高水平的生产率增长使得国内生产总值维持高的增长速度；然而，生产力转化为公司利润以及从生产力的加速增长转换到公司利润的加速增长的能力，还有待分晓。在短期内，其他金融力量和货币力量是公司利润的强大的驱动力。

我们需要指出，20 世纪 90 年代的时间序列数据中两个结构性断裂的位置。在股票价格以及生产力增长上，我们是否拥有了新的、更陡峭的并且能够反映未来长期平均水平的趋势线？在阅读本章的剩下部分之前，我们需要关注以下几点：

- 在 1991～2000 年间股票价格的巨大提升。
- 在同样的时期里，生产力增长的巨大跳跃。
- 激励机制的建立。
- 生产力增长与每股收益增长的联系。

理性泡沫？

尽管 IT 行业和互联网行业中出现繁荣泡沫，一些经济学家称之为理性泡沫。确实，以他们的观点来看，非理性繁荣的称谓是不公正的。例如，库伯和迈登(Cooper and Madden，2004)指出：

考虑到股票市场行为和信息通讯技术部门的联系，以及高科技泡沫的产生和随后的破裂，用非理性繁荣来作为造成通信产业危机的一个原因，也许是合理的。然而，这种观点潜在地误导了大家，因为它把应对不确定事物的复杂但理性的反应也归于非理性了。事后看来，支付了高额准入费用的兼并行为，以及不现实的商业模型，都被当作了非理性繁荣的例子(经济合作与发展组织，2003)。然而，这些企业行为，即使事后被认为是误入歧途的，也不一定是不理性的。

这两位作者继续论述道："在不对称的价格调整面前，泡沫的理性有可能是由各种理性反应之间的相互作用带来的，这显示了政策的不同含义。在这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种情况下，非理性繁荣是一种非理性解释。”

因此，有一种观点认为，高科技泡沫具有很大程度的理性，也就是说，在某个时点上，经济代理人对面临的信息集合做出理性的反应。在事后看来，这种立场与繁荣时期是理性的宣称有些不同。

老问题与旧答案

在创造了巨大财富的20世纪60年代中期，生意人、投资者、政策制定者和经济学家之间发生了一场争论：商业周期已经过时了，不再存在了。换言之，收入和实体经济活动的大幅波动几乎消逝了，留下的是平稳的、高增长的经济，这种经济已经获得了自然的、较高的增长能力。只有选择不加入“投资俱乐部”(investment club)或不工作的人才会贫穷。在20世纪60年代，这些人通常被认为是嬉皮士或非暴力主张(flower－power)者。故事继续下去，其他有名望的中产阶级能够享受新的繁荣的被允诺之地——因为贫穷已经被组织和技术的新的增长力量放逐了。这种持久繁荣的观点所产生的一个问题是，美国金融财富在一定程度上是投机和贪婪的函数，膨胀的股票价格和潜在的资本收入在实现之前，都不是真正的回报率。它们经常不能得以实现——像在任何股票市场繁荣中那样，资产的持有者不可能退出这个市场而同时又不引起资产价格下降和金融财富蒸发。这里想说的是，商业周期法则没有消逝，而且资本损失和公司破产在生活中还将继续发生。

与这种“新稳定繁荣”(new plateau of prosperity)的争论相联系的是新经济的到来，这反映在20世纪的安培(Ampex)、布伦维克(Brunswick)、宝丽莱(Polaroid)、斯佩里—兰德(Sperry-Rand)和施乐(Xerox)这些高速增长的股票上面。那些传统行业的股票依然可以获利，但是显现出较低的增长成果和较低的资本增值潜能。这些争论是否为21世纪的股票投资者敲响了警钟？它们肯定应该是的！这些争论可以在近期的因特网上找到。基于我们知道的19世纪60年代以来的东西，新经济马上变成旧经济，而且新的技术冲击并没有废除商业周期大的波动。IT产业的投资被看作新经济的催化剂以及新繁荣的引擎。这些投资并没有付诸实际，所以只是新繁荣的一个虚假开端。

关于生产率增长放缓的争论

我们知道，劳动生产率增长在20世纪70年代(1.1%)和80年代(1.3%)明显放缓——远远低于在50年代(3%)和60年代(2.6%)繁荣年份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增长率水平[参见鲁比尼(Roubini,2000)]。也许这些糟糕的表现是与异常的、前面提到的战后生产率增长的趋势密切相关的。换言之,这种趋势不能持续超过30年。那么是什么原因导致了生产率的下滑呢？1974年以及1978年的石油危机,这个通货膨胀的始作俑者使得能源的最终消费者面临的价格在1973～1975年间上涨了23%,在1980～1987年间上涨了34%[参见乔根森(Jorgenson,1988)]。能源和资本在某种程度上是互补的,更高的石油价格导致投资放缓——至少在关键行业。由于相对价格扰乱了,所以有动力去关闭能源密集型工厂,并且淘汰资本型设备,从而转到更加能源友好的投资中。上升的石油价格不仅仅导致了已有资本的报废,而且产生了很多开工不足。相应地,单位成本增加。当然也有需要花时间来建立和适应的问题,因此,在20世纪70年代逐步引进新的节能型技术。然而,如果这个能源高价格的故事能够解释20世纪70年代生产率放缓的原因,那么为什么在80年代中期石油实际价格大幅下跌的时候没有出现实体经济的繁荣呢？这应该有对称的解释能力;但是,实际上没有。一些经济学家认为,在20世纪70年代,能源成本占国内生产总值的比重并不大,所以不能解释生产率的下降。

然而,这种石油价格冲击可能惊动了游说团以及相关的利益组织,他们采取重大的防御行为。根据奥尔森(Olson,1988)的观点,集体行动对于解释生产率增长放缓起着重要作用,因为游说团极力要求防止高的通货膨胀预期抬高价格和工资要求。过山车式的通货膨胀预期具有它的独特性,它会提高单位成本。传统产业中的同盟可能阻碍创新,这些会威胁他们自身的短期福利,因此,他们通过寻租行为来保护自己。对国民经济这块蛋糕按利润—工资分配和工资—工资通货膨胀之间的争论,是关于收入分配的一个典型的议题。

在这些通货膨胀期间,有一些对储蓄和投资不利的影响,因为对于家庭而言,相比持有现金,他们更有激励持有资产。由于通货膨胀导致的巨大预算赤字和"税级攀升",许多美国人被推向了更高的税级,这种有偏的经济刺激使人们不愿意工作和节约。而这种通货膨胀—税收的相互关系反过来又会影响生产率增长。

生产率的放缓能否用技术进步的放缓或采纳新思想的放缓来解释？保持像战争时期那样的技术发展速度,通常来说是一件非常困难的事情。也许20世纪60年代观察到的研发(R&D)下降以及运作落后或70年代专利数量发表的下降,反过来又影响了技术进步。更可能的是,在不确定性环境下,商业部门等待一个更清晰的经济景象出现,采纳新知识的力度放缓了。

尽管前面提到的各种理由看起来是合理的,但是它们似乎并不足以导致20世纪70年代生产率的大幅下降。也许生产率增长是顺周期的？它在繁荣时期上升,在萧条时期下降？因此,某些生产率增长是持久的,而另一些却是短暂的。进而,生产率波动可能更多地与利润周期有关？也就是说,统计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上较低的利润率会伴随着较低的生产率。又或者，发生了巨大的福利改进，但是这些并没有在生产率统计中得到体现，譬如质量的巨大进步。

尽管生产率在1974～1994年间放缓(1.3%)，但是美国的股票市场在这段时间的后半期(自1982年以后)有着良好的表现。从这种矛盾中，我们应该认识到：从中期来看，健康的实体经济并不总是股票价值的首要驱动力。财富从一种类型的资产转换到另一种，并且/或者仅仅避开进入股票市场的财富，可以解释为什么股票价格上升的速度要比生产力增长所要求的更快。除此之外，美国公司部门的收益率，而不是一般意义上的国内生产总值增长率，驱使股票价格中期上涨。也许美国公司在20世纪80年代，在享受石油低价的同时，享受着更低的单位成本？

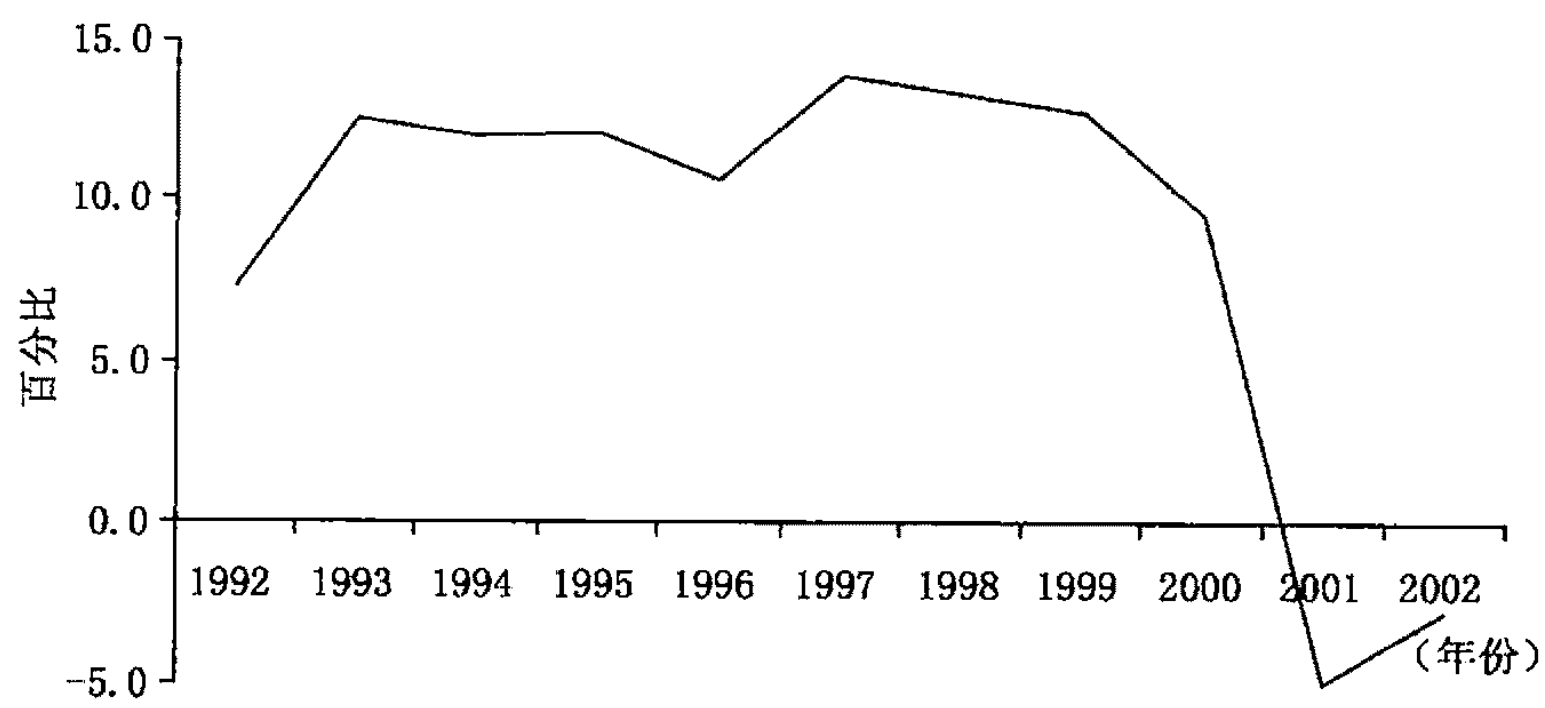
生产率增长的来源

从理论上来讲，资本积累和劳动力积累只能够产生在过渡期短暂的经济增长。即使是提高资本—劳动比率，随着回报递减逐渐显现，也只能够产生暂时的短期增长。倘若美国经济达到了一个成熟阶段，前面提到的资源对劳动生产率的影响也很小。然而，在20世纪90年代，美国经济经历了一次劳动力参与率的提升，快速地吸引了更多的移民劳动力，并且增加了新式的、急缺的资本到劳动力中。因此，美国经济出现了过渡期——从一种稳态转变到另一种稳态。正如一句名言所说——“需要是发明之母”，美国的工厂在面临边际利润压缩时正是这样做的。考虑到许多美国工商企业缺乏定价权，显然，在一个高度竞争的市场，企业缺乏推动价格上涨的能力。因此，企业想方设法降低单位成本，不仅仅是缩减工资，而且还运营更多“倾斜度”的资本，从而提高了生产率。新发现的效率提高使得更多的投资转向资本、工厂和设备——从而提高了每个工人资本的质量以及数量。

有一个例子表明，美国的这种投资潮是受到了外界因素刺激的结果——更大的开放度、全球化、竞争加剧、疲软的外汇以及疲软的外国经济。是外国投资者进入的威胁以及外商的竞争威胁，迫使美国许多小型的产业提高效率和竞争力。例如，当20世纪80年代国际铁燧岩的价格下降时——明尼苏达州钢铁企业的劳动生产率提升了1倍[参见米勒和斯密茨(Miller and Schmtiz，1996)]。美国电信业的反常产生了一波技术改进，使得劳动生产率变得更高了。如同格林斯潘(Greenspan，1996)所说：通信、汽车和铁路运输、公共工程以及金融的反常，无疑已经成为限制价格的一个因素，或许还具有弱化工会力量的作用。开放是美国的政策承诺，面临巨大的外国竞争，这迫使美国企业去寻找降低成本的途径——显然是通过现代的资本注入。在需求方面，美国企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有正当理由在质量和数量上去创新和提升资本—劳动比率。然而，在供给方面却有好消息，外国资本流入到流动性已经很高的美国市场，使得美国的公司能够更容易地利用金融市场——发行公司债券或从商业银行贷款。外国投资者的竞争以及外币都使得美国经济具有活力——以牺牲美国制造业的工作岗位为代价。设备的投资热潮可以从图 5.2 中看出来，自 1993 年以来，其增速达到平均每年 12%。



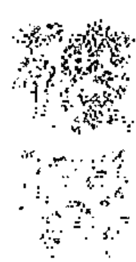
资料来源：美联储。

图 5.2 美国设备和软件投资（1992～2002 年）

信息技术与通信革命

即使美国经济在几十年中历来以服务业为主，但是个人电脑、因特网的大范围使用和公司的快速扩张，揭示了一个真正的知识导向型经济的到来。企业抓住了减少单位成本的机会，创新和采用新技术成为美国经济繁荣的标志。一些例子经常被引用。新技术使得钢铁企业去修建小钢铁厂，利用小规模的厂房有能力去生产用于汽车行业的辊压钢板。生物制药行业充分享受生物医学进步带来的好处，生物医学的进步可以达到为特有的疾病设计相应药物的程度。这一行业可以利用因特网得到个人病史的数据（来自于自愿者）来不断地更新他们的知识库。在制造业，计算机微处理机（半导体）的能力得到迅速提升，使得信息处理的成本大幅下降[参见格林斯潘（Greenspan，1997b）]。一个简单却极好的例子是，电子扫描仪给服务部门带来了效率上的极大提高。为创造商品的价值所需要的劳动变得更少，在售商品的变动以及库存得到比以前更有效率的监控。在金融业，自动取款机提升了银行的效率和顾客的便利程度。在教育部门，基于网络的学习变得越来越具有吸引力，大学正在寻找利用大量的离岸市场，争取市场份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



信息技术的主要进步是彻底变革了通信产业。巨大的计算机网络在相对较短的时间内发展起来了，其中，因特网成为网络中的大王。这导致了一个新的产业——“电子商务”的兴起。全世界的公司都通过这个全球互联网来宣称自己的存在和宣传自己的产品。公司之间也会竞争最迷人、最有吸引力的主页。这种迷人的和多样化的网页促使个人和企业到网上冲浪，唤醒了商业知识和意识。美国企业没有花费巨额生产成本，就成为了真正的全球化企业。

不仅仅因特网成为承载公共信息和私人信息、商业信息和非商业信息的主要网络，其他网络也为特定的私人用户和商业用户提供便利。对此，我们会想到有线电视和移动电话。随着网络规模的增长，它有正的外部性，或者说，将会给现有用户带来更大的价值。存在一个正反馈循环将鼓励越来越多的人“加入到俱乐部”中，使得这个循环继续延续下去。网络的供应商通过宣传该网络的规模和扩张速度，以及提醒潜在的顾客不要加入那些在将来规模只会萎缩的网络，从而继续利用着这种正反馈循环和俱乐部。实质上，他们在提醒潜在顾客持有其他网络的转换成本，或者是当这些网络公司出了问题，顾客很可能无法联系这些公司，因为主要的公司掌握着主要的网络。不同的网络标准以及转换成本只会使顾客的决定复杂化。同时，像贝尔这样的优势公司通常能够保证正常的利润。

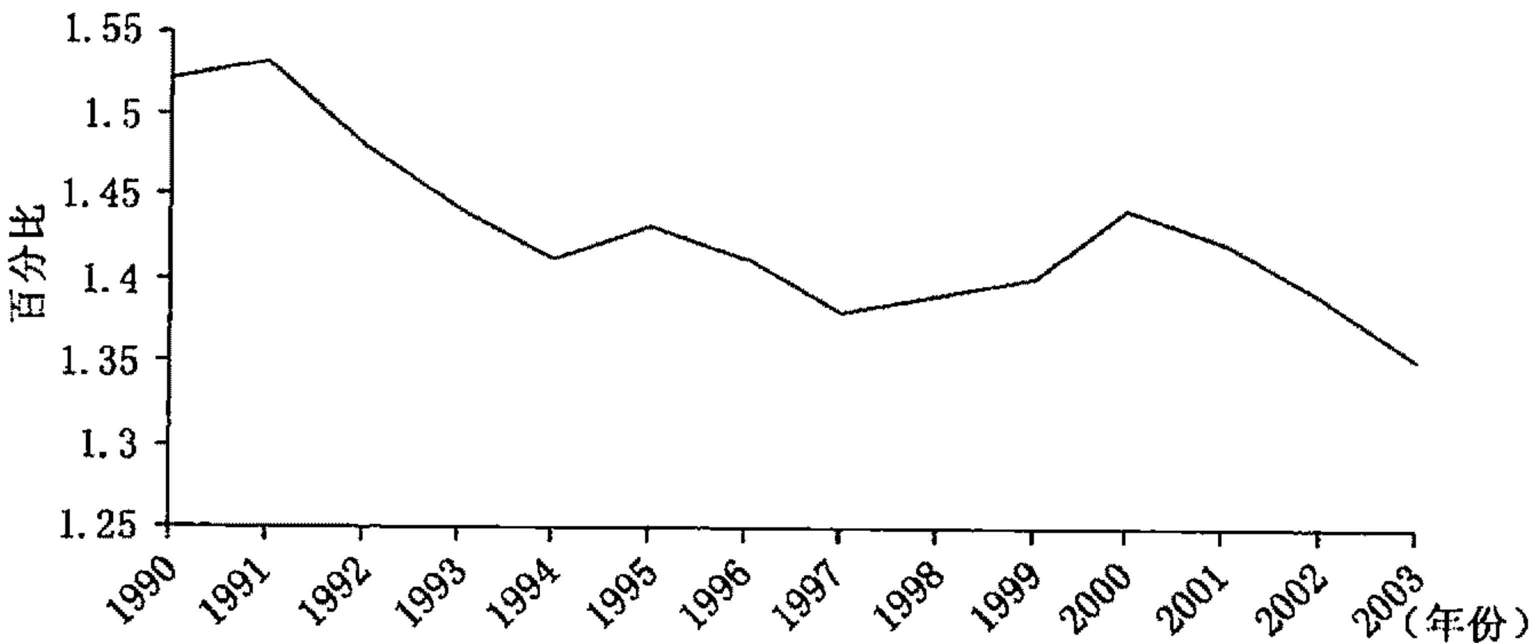
考虑到国内生产总值的增长率是一个流量概念，任何关于信息流量(flow of information)的改进，都会对经济增长和生产力产生一个正的冲击。随着传送信息成本的降低，企业可以通过更有效的信息技术抓住降低成本的机会。一个有效的分配体系产生于，需要很少的“体力活”(physically carry)来搬运大量的货物，因为企业可以在网上很快地向供应方下订单。再者，特定顾客下的订单可以通过网络来协商——修改非常容易——所以制造商就不用担心承受顾客拒收或突然变卦的风险。正如格林斯潘(Greenspan, 1997)所评论的：

> 增加机动性在计算机、通信和相关行业的表现特别明显，与许多旧生产线企业相比，我们的一部分经济看起来远远没有达到受限于物质资本的程度，并且有一部分对于整个经济起着非常重要的作用。但是差距正在缩小，即使在非常成熟的产业中也很普遍，部分归因于应用于生产方式的先进技术在企业中的应用。

这种低存货—销售比例在国民统计数据中得到体现——如图 5.3 所示，从 1990 年略超过 1.52 到 1998 年的 1.39，显示了企业在处理存储成本和管理不需要的存货的问题上是多么聪明。新的配货渠道改变了公司的结构和状态。虚拟公司省略了许多中间商的环节，从而提高了电子公司生意实现的速度和灵活性。建立起来的配送网络以及相关的特权存在一定的风险，因为虚拟公司跨越和回避了传统的物质网络。例如，每小时平均有超过 400 个新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的网上冲浪者加入，每个月有将近6 400万人使用因特网[参见贝尔(Bell,2000)]。这些网络用户大多是受教育者、年轻人和富人。在美国，有超过40%的家庭使用因特网，并且这个数字还在上升[参见贝尔(Bell,2000)]。



资料来源：美联储。

图5.3 存货—销售比率

毫无疑问，电子商务已经受到普遍欢迎，因为它给顾客和销售者都带来了便利。可以在现有的众多产品中寻找成本最低的、最方便的以及寄送服务快捷的产品来作为顾客的选择。对于企业来说，当顾客的指令下达时，许多个人供应商收到通知，那么企业的存货成本会降低。这种分散化的销售系统相对于旧的集中化配货方式节约了运输成本。电子商务的另一个优点是，它拓展并深化了市场——延伸到美国之外的世界各地的顾客。简化的销售力量也是一个优势，因为这些"商店"是无形的，而不是实体的——这和自助超市类似。然而，一些电子售货员有他们自己的仓储配送中心，并以此来给他们已有的虚拟网络提供补充。这至少说明了，电子化公司并没有替代传统企业和常规的实物交易，只是通过这一媒介提高销售量。电子商务零售商开始意识到，那些在信息空间中包含了砖块和灰浆的混合型公司不仅仅是折中选择，而且是由商业现实所决定的。顾客调查显示，顾客不满意的大部分原因是，缺乏个性化的服务和无法与厂商直接联系。密密麻麻的网页经常使顾客不知所措。退货对于电子零售商来说，比例也很高。很明显的是，因特网是一个很好的通信媒介，但也是一个很差的配送媒介。换言之，因特网为信息的流动提供了极大的便利，并使分散的市场很好地联系在一起，但是它并不能保证销售量的增长。

电子商务通过企业与企业的联系提供了更大的潜在机会。这种新的万维网使得买方和卖方能够发现对方，并容易地完成交易。搜寻供货商并得到报价和说明书也并不单调。供应商之间的竞争加剧了，潜在的消费者有更高的了解市场价格、数量和交割时间的话语权。企业可以进行拍卖，并以此来试销市场。因此，采购成本和企业与供应商之间传统的关系发生了改变。销售商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得市场份额是一回事，在一个开放的、消息灵通的市场保持市场份额是另一回事。进入的威胁和"买方转向"(buyer switching)迫使销售商保持警惕。

信息技术和通信：生产率增长的推动力？

没人能否认，迅速下降的信息处理成本和通信网络的迅速膨胀刺激了创新，并提升了生产力增长速度。但是，程度有多大仍是一个问题。关于变革的力量，各方观点发生了分歧。瑞池(Roach，1987)的研究批判了服务业的低效率，尽管这些部门拥有高科技资本——每个信息工人的产出在1970～1986年间下降了6.6%，然而每个生产工人的产出上升了16.9%。戈登(Gordon，1998)的研究对信息技术提高劳动生产率持怀疑态度——周期性的因素更重要。信息技术资本的回报适中，大部分推动力来自计算机的生产而不是它们的使用。伯恩特和莫里森(Berndt and Morrison，1995)的研究发现，信息技术和许多制造行业的生产力并没有联系。信息技术资本的边际生产力与其他类型的资本没有很大的差别，因此，总的来说，称它对经济的冲击有些不可信。

西格尔(Siegal，1997)对此持相反的观点，他认为，IT行业对于生产率的提高有很大的贡献。西格尔质疑了测量方式，并声称计算机投资与多因素生产力有着强烈的关系。布林约尔松和希特(Brynjolfsonn and Hitt，1994)对服务业的研究得到了显著的结果，他们认为，计算机资本每年的平均总边际产出超过60%，而非计算机资本的边际产出在4.14%～6.86%之间。他们同样认为，与生产部门相比，IT行业对服务部门产出做出了同样的贡献。乔根森和斯蒂尔霍(Jorgenson and Stiroh，1995)认为，在1972～1992年之间，计算机对产出增长平均每年贡献0.38%～0.52%。这个结果与奥尼尔和希奇尔(Oliner and Sichel，1994)计算出的关于美国的0.4%的结果很相近。这些研究员同样认为，如果将计算机的使用和生产都包括进来，在20世纪90年代，每1%的生产力增长中就有2/3要归功于IT行业[参见奥尼尔和希奇尔(Oliner and Sichel，2000)]。因此，IT行业似乎对产出和生产力的贡献很大。

一些评论者引用了一个所谓"生产力悖论"(productivity paradox)的说法。该说法认为，人们对IT行业革命会扮演生产率增长巨大引擎有着很高的期望，但是事实上这并没有实现。正如克鲁格曼(Krugman，1996)指出的，台式计算机可能有着50倍的能力，但是并不能说它比其他东西有用50倍。更多的信息总比更少的信息要好，但是人类有吸收限制。事实上，很可能美国企业正承受着"信息超负荷"(information overload)，大量的数据与分析技巧的增加不相匹配。如果你问一个股票分析师，道—琼斯指数今天将是怎样的走势……他可能一点也不确定，即使他手头上拥有了更多的数据、图表和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史证据。因此，一种观点是，期望太高而且不现实——因为相比 19 世纪铁路占整个国家资本存量 12%的比例，计算机仅仅占了 2%。如前面所讨论的，IT 行业资本的边际产出可能比较高，但是它的运转仅仅占国内生产总值的很小一部分，所以不可能产生大的生产效率的提高——至少到目前为止还没有。关于这一点，有一个非常重要的争论：就所有的行业而言，在降低单位成本方面，IT 的应用到底有多宽广和多普遍。

另一种观点是，IT 极大地提高了顾客和员工的便利。例如：当银行安装了更多的自动取款机时，就减少了银行出纳员的数量，从而提高了效率。然而，如果这些被取代的员工被作为信贷员进行再培训，那么这个银行的员工数量就不会变化。如果雇佣人员的产出保持不变，那么就看不到明显的生产率的大幅提高。尽管事实是，只需要更少的工作努力程度；尽管事实是，顾客可以享受 24 小时的便捷服务；尽管事实是，人们的福利水平有了提升——生产率增速仍然不变或被遮掩了。因此，在这个例子中，通过使用更多的 IT，使得经济福利提升了，但是测量出来的生产率却没有发生改变。

还有另外一种观点是，从新技术中获得的生产率遵循非线性轨迹。这就是 J-曲线效应。最初，当在解决初期问题时，随着配套的技术发展起来，然后扩散到整个经济体，新技术的应用会减少平均生产率。扩散可能很慢，但是当这种技术融合到企业之后就会加快。布鲁斯通和哈里斯恩（Bluestone and Harrision，1997）声称："我们已经在信息技术的沙漠里徘徊了将近 30 年。"

美国政府与生产率增长

罗默（Romer，1991）在一篇有影响力的关于经济增长的文章中提到，政府部门通过专利和补贴来支持研发部门的重要性。主要原因是，研究人员（以及雇用他们的商业公司）需要一段时间的垄断利润来弥补他们巨大的固定成本或沉没成本。专利为研究人员提供激励和保障，以便第一时间发明和创造新知识。如果财产权不存在或者模仿的壁垒很低，那么投入到研究中的资源数量就会减少。正是因为创新对于大众来说，存在巨大的正外部性，所以美国对创新提供法律上的支持。现任美国政府意识到了保持和增加创新观念对于经济来说是必需的，他们称："政府部门对基础研究的支持，对于一个知识导向型的经济至关重要，经济的增长最终依赖于新思想的不断注入。"为什么是基础研究？因为以前有的发明并不是专为商业应用而进行的，但是在其他的相关创新的研究中应用广泛。换言之，通用技术（General Purpose Technology，GPT）对于整个社会很重要，因为它具有潜在的溢出效应以及在以后实现的商业价值。原创者可能没有资源去更新发明技术或是改善它们对商界的应用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。尽管如此，美国政府有责任忽视与商业的关联度，从而扩大知识量。实际上，因特网本身就是通用技术(GPT)的一个例子，刚开始它只是作为连接几个政府部门数据库的一个尝试，然后慢慢成长为包含了过多站点和用户的网络。

然而，对于美国来说，促进研究和发明说起来容易做起来难。对此，罗默和其他学者指出，根本原因在于——在保护垄断利润从而促进发明，以及提高竞争从而降低价格之间有一个政策权衡。各届政府表现出了对企业合并以及垄断力量的关注，并对竞争政策以及反托拉斯法案很警觉。例如，《1996年通信法案》(Telecommunication Act of 1996)取消了通信市场的进入壁垒，强制要求贝尔的区域公司允许其他的竞争者进入当地的电话市场。一个更明显的例子是微软，它建立起了一个"行业标准"，其他竞争者依附于微软公司的产品和用户网络。不允许竞争者以及产品开发者建立大小足够挑衅占有者的团体。规模危机经常会出现，因为顾客可能被挖走，大家头上总悬着"大到无法倒闭"的威胁。然而，发明通常需要大量的前期投资，并且潜伏着失败的风险，这些沉没成本需要依靠未来大量的销售量来抵消。也许，对于美国政府来说，一个随之而来的问题是，这种专利保护在多少年内有效呢？在一些新经济行业，应该什么时候促进竞争呢？例如，什么样的法律，包括税法，应该用于规范电子商务呢？经济学家的答案是，自动调节以及最终竞争将会代替政府的法规。

美国政府对提升生产力增长率有贡献吗？答案是"有"，但它是间接的——在知识导向型的经济繁荣时代，通过保护知识产权，以及承认公司投资者有必要在一段时间内获得垄断利润。也有其他一些渠道促进了生产力发展。随着美国预算赤字减少甚至变成盈余，这就为私人部门投资创造了额外的空间。正如第三章讨论的，投资者通常喜欢低税收。宏观经济稳定以及特别低的稳定的通货膨胀率，为20世纪90年代的投资繁荣打下了基础。通过这种方式，美国政府间接地支撑了美国生产率的快速提升。

生产率增长：有多持久？

同所有上升的经济周期一样，生产率的增长之中也包含着周期性元素。换言之，生产率的增长显现出正周期性，在经济繁荣时上升，在经济衰退时下降。因此，生产率增长的更持久的结构性改进程度，可能或多或少隐藏在经济的强复苏时期。格林斯潘(Greenspan，2000e)根据数据得出结论：从1996年起，生产率增长显示出加速迹象；但是，他同时提醒，这当中可能存在夸大成分。然而，在2000年7月，他说："到目前为止，很少有证据削弱这种观念——近年来大部分生产率的提升是结构性的，并且结构生产率可能正在加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速。资本设备的新订单依然很多——多到以至于近几个月没有完成的订单数陡然上升。"提升生产率的途径来源于前面我们提到的几种方法。近些年资本投资的兴旺在很大程度上提高了每个工人的资本质量，因为这些投资都承载着很浓的知识成分。与资本投资质量领先一样重要的是：这种资本品的价格已经剧烈下降，所以有助于这种商品被广泛使用。

什么是对生产率增长暂时或者一次性的冲击呢？答案是货币和金融因素以及外国资本在繁荣时期的流入。外部金融的容易获得，使得公司首席财务官(CFO)一头扎进了狂热投资中。更重要的是风险意识的淡薄——随着通货膨胀和实际利率的下降，基金管理者希望大幅折现未来的现金流。更小的风险招致更小的担忧以及由此而来的更多的投资。正如读者清楚意识到的——把这些瞬时的力量去除，那么瞬时的、表面上的生产力增长也会随之消失。

为什么统计上呈现出来的生产力增长很低呢？大卫(David，1990)教授解释道：不同形式的资本以及技术之间的协调发展是需要时间的。他举了一个例子：19世纪中期发明的发电机直到19世纪20年代才被广泛采用，因为它需要发动机的配套技术。这种相关技术以及它们之间强大的交互作用需要时间来融合和释放。直到纤维光学被广泛应用，激光才得到了真正的大面积使用。因此，我们可能正处在生产力有较大提高的中期阶段，因为IT突破性进展最近才融入到经济系统中。

生产率与股票泡沫

似乎美国生产率增长的力度和广度不足以推动1995年后半年股票价格的巨大繁荣。毕竟，在2000～2002年间，生产率增长仍然存在而且良好，但是在超过两年半的时间里，股票价格急剧下跌。很可能是在第一章中考察的(金融的以及行为的)激励倾向，导致了这段时期内时间系列数据结构断裂，也就是说，当首席执行官以股权、回购、做账和首次公开发行的方式进行回应时，投资者也对低通货膨胀、低利率、减税和充足的流动性做出了回应。在金融环境平稳以及风险比较低的情况下，金融倾向于购买和持有股票。从某个方面来说，这些推动力持续到一定程度，股票价格和市盈率可能会呈现出一条新的更高的趋势线——取代市盈率为14.5倍的旧趋势线。如果真是这样，那么，这对于2004～2006年的股票市场将是一个好消息。

然而，可能还有一条新的趋势线或新的平稳状态——生产力增长率为2.5%——并且高于1.4%的旧趋势线。因此，股票价格也能够从这个方面得到很好的支撑——假设这是持久的，而不是暂时的。考虑到我们可能有两条新的比以前更高的趋势线，那么我们可以推测出，22倍左右的市盈率也许是合理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的——处在繁荣时期的令人欣悦的33倍的市盈率和14.5倍的旧长期趋势线的中点。

结 论

美国经济正行进在一个生产力增长大幅波动的时期的观点，有着合理的理论支撑。真实经济周期理论家提醒我们有关实际因素在推动经济增长方面的能力——特别是科技驱动着经济增长。工人(消费者)的偏好也有影响，因为他们会对工资和利息以及摆在他们面前的一些经济刺激做出反应。在当前繁荣时期，美国工人显示出多工作但是不多储蓄的倾向——这与真实经济周期理论典型的反应并不相符。如果工人(消费者)认为这种生产力繁荣是长久的，那么他们应该提供更少的劳动，因为他们的持久收入被永久性地提高了。然而，下降的储蓄率提供了一些证据，那就是，普通美国人相信，这种现在的技术繁荣将会提高他们将来的生活水平。

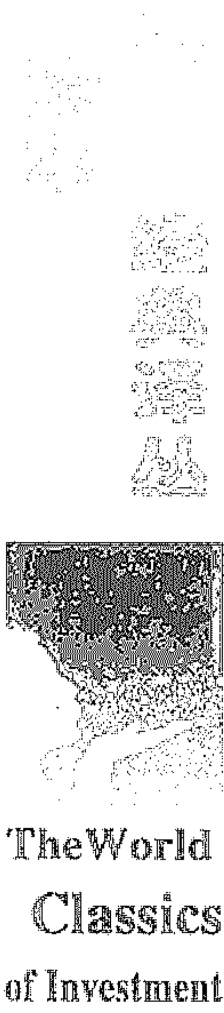
相反的观点是，现在的技术繁荣是短暂的或只是一种失常现象。因此，低的储蓄率可能代表的是，人们相信可以从失控的股票市场上获得巨大的资本回报——足够退休以后过上安逸的生活。这样来看，现在的这种技术浪潮总会结束的，从而促使许多投机者趁浪潮还在滚动就抓紧资本增值的机会，然后取得收益。在2000年，一些人确实是这么做的。资本以多种途径潮涌而来，助推20世纪90年代的科技泡沫，并且为投资扩张提供资金。

IT革命和通信革命为美国的生产率增长做出了贡献，但是，对贡献的程度存在很多猜想。本章的证据显示，IT行业在促进技术繁荣方面的影响有点被夸大了。IT行业存在很长的时滞性，或者IT行业占整个经济的比例很小就表明了这种低影响。更多的信息总比更少的信息更有价值——除非到了你不能够再接受知识的那天——可能存在处理能力的限度。最大的问题是，巨大的技术冲击是否推动了20世纪90年代美国经济和股票的繁荣，这仍然不确定。不能因为观察到了与投资相联系的新技术的繁荣，就认为未来的收益值得现在的狂热投资。随着美国公司集资条件更加宽松，从而投资条件也如此宽松，这种狂热可能是由流动性推动的、由公司合并推动的、由首次公开发行推动的，甚至是由高的托宾Q比率推动的。美国经济是否正经历成熟的技术的彻底革新，还有待分晓。检验美国生产力繁荣持久性的正确方法是，看经济是不是知识导向型的，以及整个经济的单位成本是不是大大下降了。如果这种情况成立，那么股票价值将会在接下来的几十年里继续得到支撑。换言之，相对于仅仅局限在高科技领域的短暂的生产力增长，影响广大经济活动的持久的生产力增长对提高股票价格更有帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 治理问题:旧制度和新规定

引 言



正如美国人对于可以安全保管自身财产的银行系统拥有无比的信心一般,他们对于股票市场投入了同样的甚至更多的信心。不过可叹的是,他们的信任被辜负了,大量的公司丑闻和破产事件已经从道德准绳和公司实践操作层面动摇了投资者的信任。不仅股票价值下跌,而且更具灾难性的是,一些公司“输个精光”进而走到了被接管的境地。正如本书前面讨论的那样,投资者们痛苦地意识到,自己在美国股票市场上的资金并不是可以安全地随取随拿的。当太多大公司错报盈利数目和(或者)虚报发展前景的时候,首席执行官们就被放置到聚光灯下。会计准则保障投资者安全的效果太小,会计做账的伎俩已经坑骗了投资者数十亿美元的资金。本章考察了为何政府和自律规章不能为债权人、股东和投资机构提供高度保护。以《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act)为基础的新规章制度,试图修正旧体系中的许多薄弱环节,这种修正有待事实检验。新规章制度的主要目标是,重塑股票市场投资者信心,提高公司整体治理标准,以及为投资者提供更大程度的保护。实现这些目标的手段是很广泛的,但是主要包括:改进的会计和审计标准、董事责任的重新定义和更强的董事独立性。本章考察了公司治理失败的源头和美国政府对此规章的反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是市场失灵还是政府失灵？

在美国，不仅有重大的公司失策，同样还有政府失灵。一系列积极主动的放松管制措施，强烈激发了公司执行官和会计们敢于冒险，并使公司运行表现得更“灵活”。例如，拆除投资银行和商业银行间的防火墙。在将近半个世纪里，《格拉斯—斯蒂格法案》(Glass-Steagal Act)分离了投资银行和商业银行。这样做的理由是基于一种利益矛盾冲突，这种利益冲突来自于投资者购买了和投资银行有密切业务联系的公司的股票。当发行股票的公司成为投行的高负债型客户时，这里就存在粉饰股票未来盈利潜能的诱惑。至少在原则上，对于那些大客户，作为银行运行的贷款方，就存在发布有利于他们的研究报告的偏向。这并不表明，放松管制失败了；但是，它确实产生了不合意的副产品——例如，道德风险和对待风险的宽容态度。

在1995年，克林顿政府的罗伯特·鲁宾(Robert Rubin)决定，这种银行业间的分离状态应该结束了。应该允许银行拓展更多的功能，扩大规模。利益冲突的确产生了，一体化银行确实屈从于这样一种诱惑——允许对和本行有更近业务关系的公司提供有偏向性的研究报告和股票推荐意见。

经纪人公司面临着同样的利益冲突，其中一些公司还面临证券交易委员会的调查。关键问题又一次成为：由于一些客户非常重要以至于不能失去，对这些客户的研究报告就存在偏向性。因此，对于买入、出售还是持有股票行为的专业判断，会被首席执行官、不公正的研究报告和对于利润的欲望所扭曲。

这并不是说，放松管制没有带来好处，这些好处包括了金融部门更激烈的竞争以及消费者得到的更多的商品和服务。这些其实都是放松管制的动机。但是，道德风险确实可以并且实际上产生了成本——公司经理竭力攫取越来越多的市场份额，并在满足消费者的需求时更具“灵活性”。金融部门更大的开放性带来了相关的成本，但是，大多数专业人士会认同这样的判断：放松管制的收益远远大于带来的成本。

然而，事后看来，对于明显的会计缺陷以及未披露的高风险状况，监管当局的反应显得缓慢且遗漏甚多。多少管制才算足够，即如何找到各方关系的均衡点呢？这就要在安全、透明和公平的政府追求，与创新、高利润及低风险的私人部门追求之间权衡取舍。

在后泡沫时代，在目前爆发的大量的公司丑闻面前，证券交易委员会的能力和决心接受着考验——为了长期、动态的经济增长，采取怎样一种最佳的规章组合，才能既保护股东、潜在的投资者和债权人，又不会大幅扼杀激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

励？实践表明，早期的政府放松管制的行为并未取得最优平衡——他们创造了太多的选择，降低了道德准则要求和过度容忍了风险。最近，重新规制的努力表明了美国当局的努力，重建上述均衡并且警告首席执行官们，欺骗和错误的行为会被惩罚。这些近期的改革重心放在了利润报告的真实性和披露上。

这里，出现了一个老话题——自我管制的代价和收益。美国公司长期以来将自己看作自身命运的守护者，偏好自我管制以及“内部”解决发生的问题。专业团体共同拥有被所有成员遵守的道德及行业标准的法规。纽约证券交易所和它的成员们设立了一系列的准则，并且呼吁自律行为。团队整体的收益是统一的专业标准、长期声誉的保持以及公众的承认——这些都是有效资本市场的先决条件。任何违背职业标准和道德的成员都会被惩罚，就如同整个协会的声誉被玷污——如果声誉不是被永久毁掉的话。未来多年的收益损失会阻止专业人士从事不合法或者不道德的活动——这样的行为会使他们彻底倒台。这就是自我管制的生命之血——对损坏声誉的恐惧。布什政府已经公开支持了自我管制的理念，但也同时告诫还需要更多的完善和自律。更重要的是，根据布什总统的说法，美国公司丑闻的大爆发是“极少数坏苹果”引起的，从而不是自我管制的错。

那么，为什么那么多的公司执行官哪怕冒着有毁自身声誉和未来生机的风险，也要参与不道德和不合法的活动呢？首先，被抓到的概率很低。信息不披露、信息延迟、和董事会成员没有保持一臂距离、权力的集中以及“友好的”审计的任命，都意味着首席执行官拥有对于发布的信息的质量和时间的绝对控制。他们已经控制了局面，也就因此自信，在一段时间内，他们是不会被发现的。其次，滥用权力以及以倾销大量股票期权和内部交易的形式出现的欺骗行为(在一段时间内是无人知晓的)，所带来的收益会远远超过被发现的危险。甚至一个首席执行官就可以划拨高达 1.2 亿美元的资金——之后离开公司——这远远超过声誉的损失。对于首席执行官来说，牵涉其中的总资金数量非常之大，以至于牺牲今后所有的收入流(例如，在 40 岁时的)也只是小小的牺牲。我想，巴西是一个很好的避风港。第三，就算被抓到和被起诉，资金规模的绝对值也不会让执行官们在牢狱中待很久。除此以外，考虑到这些天以来的失忆和大量可供选择的高明的律师，就算被抓到，仍然存在仅仅得到很小处罚甚至于完全无罪的可能性。

从本质上说，在美国，这就是自我管制崩溃的原因——欺诈的激励非常之大，并且被抓到的先验概率非常小。对政府监管当局来说，驾驭人类的天性，如果说不是不可能的，至少也是很困难的；否则，整个管理功能会崩溃，冒险活动会减至零。公司贿赂的推动力是贪婪和自我膨胀。政府不可能废除这些与生俱来的人类的特质，因此，自我管制失败的地方，政府管制也可能失



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

败。也许，政治右翼势力偏爱“胡萝卜”政策，而政治左翼势力喜欢“大棒”政策。事实表明，当自律原则没有被完全抛弃时，政治思想就会转向更强的外部规章制度。现存的监管误区在于，政府采取罚金的惩罚方式，而不是采取针对公司激励机制的一揽子政策——为了统一代理者（首席执行官）和委托者（股票持有者）的利益。

拉瑞·瑞伯斯坦（Larry Ribstein）是一位研究当局监管回应措施的专家（研究内容还包括《萨班斯—奥克斯利法案》）。他的观点如下：

尽管出现所有的市场失灵，最近发生的公司欺诈案并不代表着公司监管新时代的到来。而应该这样说，在经历了 70 年的证券监管后仍发生的欺诈案，说明更多的监管并不是解决办法。与之相反，尽管存在不完美性，但是契约和以市场为基础的方法可能比监管更有效。安然公司倒闭后出现的越来越多的改革，包括对《萨班斯—奥克斯利法案》的修订，更多的是增加独立监管者、审计和董事，可是这些人也是缺乏监管动机和缺少信息的。这样的监测还没有、也不会成为对付动力十足的内部人士欺诈行为的有效办法。更多的是，纪律可能产生明显的成本，包括趋向保守的管理、增长的不信任情绪和官僚主义，以及阻碍信息交流。对于欺诈的唯一的必杀剂是，活跃且机警的市场和拥有强烈激励去调查公司经理、挖掘信息的专业人士。

激励和权衡

大部分公司破产的原因都是贪婪以及在第四章解释过的偏见。在这里，我们可以运用博弈论，在这个股票市场游戏中，有很多参与者——但并没有相同的利益。每一个参与者都希望能在公司的这张大饼里（股票价值）分一杯羹——有时以牺牲其他人的利益为代价。贪婪和利益冲突使得参与者开始采取不道德和非法的行为，以试图获得更好的资本收入。“抢椅子游戏”和股市的“赌场”在这里很符合现实。有时，投资游戏归结起来就是胜者（高层/管理者）合谋来对付失败者（股东/债权人）。

要使规章制度能成功地达到目标，它必须包括并尊重个人利益，这样才能让委托者和代理人的利益一致。有些代理成本是不可避免的。在被大公司所支配的现代世界——所有权和控制权的分离——一个严重的对立问题被提出。经常有人说，使管理者和股东利益一致的工具，就是给予管理者股票期权——目标对准较高的股价。这会促使管理者追求更多更快的利

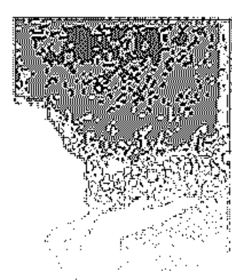
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润—— 一部分是出于自身利益，一部分是出于管理者的责任。股东的短期目标就是更高的利润水平，通过将比以前更大部分的利润分配给管理者，就有了向着相同目标前进的协调和热忱。因此，管理者的报酬在很大程度上都是基于公司表现的，股东在股价或者利润目标实现时就不应该抱怨，此时首席执行官得到了很多收入。

至少这就是故事进行的套路。好吧，那么这个故事有什么问题呢？首先，公司管理者对会计报表做了手脚和欺诈，部分因为他们的"金子罐"(股票期权)是以连续几年的利润增长为基础的。那么为什么不扭曲这些报表，行使自己的期权，然后离开呢？其次，激励结构是有偏的，因为首席执行官的收入是呈指数型增长的，而股东的收入是呈算术型增长的。两种收入都应该放到同一个算术模式中——执行总裁应该获得的主要是股票而不是期权。第三，对管理者支付期权是有成本的，在过去并没有这项花费。利润被腐蚀了，留给剩下的真正的股东的钱并不多。不仅仅是这些代价，隐瞒这些代价也使得股东对会计人员不满。直到最近，大公司才开始估计这些成本——大概有利润的 8%。尽管如此，使利益一致的理论是基于表现而不是失败的。那么，为什么那时许多有利可图的计划在股价下跌时被兑现了呢？从理论上来说，公司表现糟糕，红利也应该减少或者为"负"。

那么，为什么在激励结构如此有诱惑力时，美国的总裁们表现得那么糟糕呢？可能是因为利润基准被设得太高了，并引发了道德风险。所有的管理者都试图做得比平均水平要好。或者可能是因为很正常的贪婪——指数型增长的激励太有诱惑力了——使管理者在诱惑面前屈服了。也许是因为胡萝卜太甜了，而大棒太软了。还有一个问题就是真实价值，经济每年只能以3%的比例增长，每年都达到超常的公司利润水平是不可能的。即便增长迅速的公司，也只能在一段时间内获得超正常的利润。公司管理失败的核心就在于这种超常的信念——每个首席执行官都认为自己比其他人强——实际上，他们被自己的自负欺骗了。来自同行的压力完成了剩余部分——总裁之间的竞争太激烈了(或者说嫉妒心太强)——灌输了过多的雄心。至少从表面上来说，理论可以用来解释公司诈骗，因为金融激励太有利可图了，并且不受长期实体经济增长率的约束，而短期被夸张的公司利润不被核查。与成本—收益分析方法一致的是，按照绝对的概率理论，巨大的黄金仍然是值得争取的。

人们应该记得，在电影《华尔街》里，股票经纪人巴德·福克斯(Budd Fox)被套牢，然后被贪婪的商人戈登·杰科敲诈的情节。这个年轻人是被野心和名誉而不是金钱所诱惑。他想模仿杰科获得非凡的成功。他还相信自己不会被政府当局抓住，可以一直在边界生存。他跨过了那条边界，违反了法律并被抓获。在华尔街上，有太多的压力诱骗他超常表现。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么问题颇具挑战性？

存在许多公司越轨的例子，或者就是欺骗的例子。公司执行官串通会计和法务人士，可以利用很多方法跨过合法和不合法之间的界限。追求利润最大化和税负最小化并不是什么新鲜事，但是美国公司追求这些目标时的大胆和自负却达到了新的高度。我们知道安然公司、世通公司以及失去了声誉的审计者亚瑟·安德森（Arthur Anderson）失败的事迹。并不只有这两个巨人虚报了自己的收入和利润，许多其他令人尊敬的公司也被审计出相同的情况——譬如默克公司和施乐公司。英克隆系统公司（ImClone Systems）的塞姆·瓦克萨尔（Sam Waksal）和玛莎·斯图尔特（Martha Stewart）都受到了内部交易的诉讼。

其他公司——譬如奎斯特公司（Qwest）、环球电讯公司（Global Crossing）和百时美—施贵宝公司（Bristol-Myers Squibb）都因为违反了会计准则而受到证券交易委员会的调查。在整个美国，公司治理的景象一片狼藉。到处充满着对职业和道德标准的各种不满和幻灭。频繁的媒体报道将公司的违规行为暴露到公众视野中。不仅仅是小规模投资者因为自己的大量损失被激怒了，公众也基于道义表达了自己的愤怒。

那么，什么问题应该是主要被关心的呢？美国公司的什么违规行为是最严重的？以前的罪恶是内部交易。管理层和被雇用者通过利用对公司前景的特殊认识优势，来买入或卖出股票从而获利——在其他人行动之前。即便推迟信息的发布，也是不公平和违法的。

第二，为了增加利润，收入的虚涨和成本的推迟计入可以在会计报表上看到。这样的利润是虚假、错误和有误导性的。当20世纪90年代总裁们将收入平稳化，并将遥远未来的收入看作既定收入时，基于前会计准则和公认会计准则的利润差距越来越大了。这样做的目的在于欺骗一些投资者，否则就是欺骗所有的投资者。正如坎宁安（Cunningham，2002）指出的："20世纪90年代的晚期会计造假是早报收入、晚报成本。"在2001年第4季度结束时，4 200家纳斯达克公司共报告了1 482亿美元的损失，而在前五年，它们的总收入有1 453亿美元。这是一个你能看到的最大的反转和改变。粉饰会计报表从而拿出一幅好看的外貌，目的是为了保护公司管理者不会失去名声或被炒鱿鱼，同时他们宝贵的期权也不会贬值。尽管如此，这样做的坏处在于被起诉的威胁——即使在以后会运行得很好。

第三，利用特殊目的公司（Special Purpose Vehicles，SPVs）——可以用来隐藏债务并保持母公司资产负债表平衡的公司。这样做的原理是，把负面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的会计信息放到特殊目的公司，从而和母公司分离开来。关于什么应该、什么不应该被放入公司的资产负债表，一直充满了猜测。大部分投资者希望披露更多的信息，并将更少的信息放在脚注。当安然公司和长期资本管理公司崩溃后，人们被大规模衍生的债务条款被隐藏到表外的事实所震惊了。这毫无疑问是一个最会改变会计报表和权贵资本主义的时代。

第四，公司内部"不到一手长"的关系结构阻止了对公司违规行为的独立披露。例如，公司总裁任命自己的亲信担任公司董事——他们相信这些人是"忠诚的"，不会掀起大浪。被任命者通常是可以被信任的"老男人俱乐部"的一员，或者是大学时代的老朋友。这样的任命限制了对公司事务的真正检查和批评，阻断了本应具有的独立的警觉。

第五，当会计公司同时做审计和非审计工作时，利益冲突出现了。这是审计和投资银行之间的冲突。会计公司在投资业务上赚的钱比在审计上赚的钱多得多。研究的独立性和质量向投资银行客户的满意妥协了。

在被严重损害的公司管理中的核心问题是，局内人和局外人之间的对立。局内人拥有更大的力量和更多的消息，然而局外人仅仅有脆弱的回应权、很少的消息和作为私人投资者的无权力。对于美国商界的高层来说，利用这种事不对等的权力关系来获利，是无法抗拒的。

20 世纪 60 年代的华尔街：新的挑战

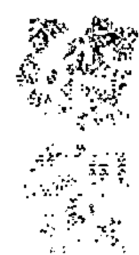
最近的公司和公共管理的失败并不是新鲜事——在 20 世纪 60 年代新的投资者（追求资本收入）涌入时，存在着相同的压力和紧张。大量"新发现"的财富被放在或储存在美国股市——挑战着经纪人公司、市场预测者、政府管制者和政策制定者。在 60 年代晚期，持有股票的美国人是 1929 年繁荣顶点时候的 7 倍。投资人的增长是被纯粹的投机所驱使，一般公民也因为免税的资本收入而开始不断关注股市。

证券行业在过去只看到了一丁点儿光亮。在 20 世纪 30～60 年代之间，美国股票经济业是一幅正在建设中和私人俱乐部的景象。这里存在歧视，因为更偏向于男人、年轻人、新教徒和白人。这个行业过去是——现在也是——和华盛顿密切关联的。许多人采取政策游说，希望不要消除这个"俱乐部"的特权位置。

一个关键的正在进行的趋势多年来一直挑战着管制当局——大规模机构投资者的出现。投资者—投机者的性质从私人转变成了机构，譬如共同基金——次要点说，对冲基金——在 20 世纪 60 年代出现了。基于它的绝对大小，对冲基金可以在每天的交易中不顾长期战略而影响股价。通过串谋，他



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们可以操纵股价，从而套牢通过观察市场来获得线索的散户投资者。因此，盈利是一个伪装得很好的欺骗的结果。在 1962 年的崩溃之后，共同基金的力量更加明显了，因为他们即便在萧条时买入，也能承受追加保证金的通知，散户投机者是根本无法与之相比的。美国股市中流淌的血液不再是散户和小规模交易者，而是有很深口袋的机构。事实上，20 世纪 60 年代的资产组合管理者和 20 年代的游泳池管理员是类似的。就像前面所讨论过的，养老基金和 401k 计划的偏向——从 80 年代开始——将大量资金推向了"单行道"股票中。

和 60 年代一样，新的个人和机构投资者在 90 年代涌入了股市。这一次，外国投资者在膨胀市场上扮演了主要角色。如何保护新的投资者(没有经验并且从来没有陷入过衰退的人)挑战着美国管制当局。此外，还包括保护局外人不受局内人损害，保护新投资者不受有力量的机构的损害。

过去的管制压力

和大萧条在 30 年代推动了管制改革一样，60 年代美国公司大规模地改变自身外貌的行为以及共同基金和资产组合管理人的增加，刺激了证券交易委员会采取更多的行动。这种趋势是委托代理问题加重的典型表现，然而小股东和债权人却非常依赖经纪人的判断和名誉。当钱被投入华尔街后，由于股票经纪人的优势地位，注定了他们对自己权力和信任的滥用。经纪人有利地使用内部消息，故意歪曲股价和规模来引起投资者的关注和交易。然而，没有任何内部法律条规能起诉股票经纪人的行为。随着局内人—局外人的对立越来越明显，以及这种对立对华尔街长期声誉的破坏，美国管制当局开始担心了。一些丑闻以及不轨行为的出现，让证券交易委员会增加了对股票交易商的监督。

公司丑闻并不是在 20 世纪 90 年代特有的。在 50 年代的繁荣时期，能看到潜在的暗流，高空飞行的个人和经纪人自己就没有遵照已有的法律和基本的道德准则。一些丑闻和调查震惊了美国证券交易所。布鲁克(Brooks, 1999)的研究描绘了下面的阴谋和改革。在 20 世纪 50 年代，通过对一家名为杰瑞和吉拉德(Jerry and Gerard Re)的会员公司关于股票交易和执行的调查，使他们在 1961 年被美国证券交易所驱逐出去。进一步调查发现，当时，美国证券交易所的主席麦考密克(McCormick)和这些事以及这些人有一些说不清楚的关系。在杰克逊(Jackson)的领导下找到新活力的证券交易委员会一直调查麦考密克，直到他辞去了美国证券交易所主席的职务。这是一个典型的管制者(证券交易委员会)和产业(美国证券交易所)之间的冲突，后者

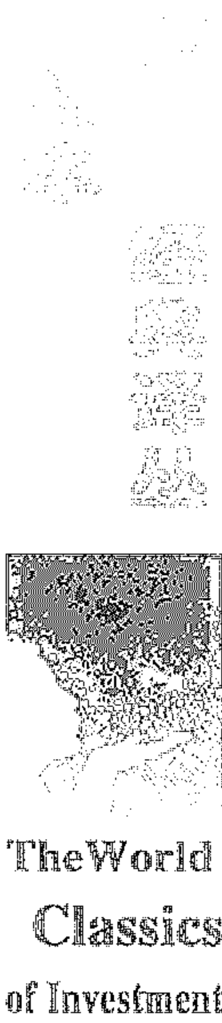
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为错误使用自己的优先权而损害了客户和公众的利益，从而受到谴责。证券交易委员会赢得了这场战争，美国证券交易所过去的高层被迫退位，从而使得一些目的在于更公平交易的法律得以实施。看上去，自我管制在迅速增长的产业（例如，美国股市）中失效了。很显然，一些透明的、可敬的并珍惜自己声誉的公司，很自然地感到自己成为了同行的不诚实和贪婪行为的牺牲品。

1962 年股市崩溃的一个结果就是，证券交易委员的主席加利（Cary）对美国证券交易所进行了一项特殊的研究。由此得到了以下的建议：应该有更严格的股票经纪人筛选制度、更高的内部交易规则、更高的消息披露标准、更低的经纪人费用；出于自身考虑，专家经纪人不允许进行场内交易，或者说在成为全面的场内交易人之前，需通过考试；废除共同基金为了凑成一个大交易而收的前端费用。在 1964 年 8 月，其中一些建议成为法律，但更重要的是，这给华尔街敲响了警钟，过去那种欺骗和操纵的日子不能再被接受，证券交易委员会将会为那些忽视了“这些警钟”的人定罪。

从商界中出来的人都想着把规则歪曲到极限，从而获得财富的迅速积累。高杠杆是失败的高空飞行者普遍的特征。例如，掌控着几家公司的洛厄尔·比勒尔（Lowell Birrell）给他自己发行了一些不记名股票，并且后来在公开市场出售。虽然在 20 世纪 50 年代的后期，他受到了法律的追捕，但他成功地躲过了此劫，并在巴西享受美妙的生活。埃迪·吉尔伯托（Eddie Gilbert）是另一个高空飞行的高杠杆的公司领导，他利用了 60 年代早期脆弱的管制环境，并最后在相同的地方（巴西）享受着相同的生活。依靠保证金额度购买股票和开拓高杠杆率，是这两个人从荣誉和稳定中摔下来的主要原因。

今天，我们可以从中学到一些东西。局内人—局外人的对立并没有随时间而消失。局内人可以采取不同的操纵方式来抬高公司股价，并相信能将股票卖给上当的局外人。新进入的投资者客户使这变得更容易——就像在 20 世纪 60 年代。个人投资者和债权人和过去一样，仍然被大机构和公司管理层所欺骗。（特别是有关合并行为的）会计欺骗抬高了 60 年代的股价和预期，这和现在一样。总的来说，围绕委托—代理关系的关键问题并没有在 21 世纪消失。信息和以前一样重要。



以安然公司为例

安然公司的崛起和失败给我们提供了许多关于公司管理者如何将自由和法律推到边界甚至跨越边界的有用的见解。安然公司将自己从 20 世纪 80 年代的油气管道公司，转变成了 90 年代买卖油气和电力巨大的能源交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司。高杠杆和大规模一起推动了安然公司的发展。它经常以利润为代价来追求越来越快的增长。虽然利润上涨空间很窄，但巨大的规模和高周转率足以抵消这个缺点——至少在一段时间内。由于油气的运输受到高度的管制，而它的销售基本上没有管制，安然公司更多进入到期货和衍生物交易中。能源期货交易的买卖相比安然公司的实体业务带来了更多的利润机会。相应的客户以合约交易，但是并没有交付货物。毕竟，油气价格一年可以变动40%，而电力价格比油气价格的波动更大。对安然公司来说，不幸的是，它并不具有处理衍生品的风险管理的技巧。随着损失一年一年地集中到面前，安然公司的信用等级暴跌，接着是授信额度也不够了——然后它屈服了。当这家公司堕落后，它成为美国历史上最大的破产事件。福克斯(Fox)指出，是过分追求利润的野心——即所宣布的每年15%增长——导致了它的失败。没有哪家公司能长期处于平均利润之上——安然公司也不能例外。

在会计报表问题上，安然公司采用了一些臭名昭著的会计技巧。例如，它使用了把长期合约带来的收入当作现期收入，并以市值计价的技巧。利润在得到新收入后增加了——虽然实际上并没有得到。这是一个最具欺骗性和误导性的行为。更改会计报表的方法还包括，把未预期到的费用看作一次性成本，因为它们是"非正常"或"非经常"项目，和公司的核心业务没有关系。这样揉捏的目的在于，希望投资者会忽视这些成本——因为这些成本被描述成了随机事件。

安然公司利用特殊目的公司或与其他公司的密切的合伙关系，来隐瞒母公司的债务、真正的金融杠杆以及其他负面新闻。这些特殊目的公司至少有3%的股票由独立股东持有——如果不是这些公司，那么这些记录就会被加到安然公司的账上。事实上，安然公司找到了绕开独立性要求的方法，它的确将大量债务隐藏到特殊目的公司，从而和自己的核心金融报告分离了。

证券交易委员会的确调查了安然公司的相关部分交易，即为了拿出一幅人为的公司金融健康图，将收入和成本分配到相关的公司。相关信息发布的时间也受到了批评。为什么20世纪90年代初期，安然花了如此长的时间才发布利润重新声明或降级声明？

考虑到好的公司治理，安然公司的董事会是管理层的朋友，并不具有独立性。因此，独立的监管部门妥协了，应该被发现的违法也就被推迟发现了。

危险的激励机制？

就像前面所讨论过的，关于公司管理者把接受股票期权作为他们报酬计划的主要部分这件事的重要性和道德性的讨论，正在热烈地进行。这种报酬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的合理部分在于它是“基于表现的”，即股票价格越高，管理层的收益越大。一般来说，期权加速增值前必须保持高的触发价格——激励公司管理层通过杠杆来达到这个高价。假设在管理层的战略和公司成功之间存在很强的联系。这样，就存在使管理层充满活力并且一心将公司股价推向更高的激励。很明显，这并不是完全正确的，因为股价还要受到“国家经济”和随机事件的冲击。我们如何才能将经济实力从首席执行官的影响中分离出来呢？有人会说，这太困难了！设计股票期权是为了在股价上升时用来奖励，而不是在股价下跌时用来处罚。为什么不能像公司成功时一样，让执行总裁也为公司的失败负责呢？

在最近的美国公司历史上，公司管理层追求自身公司股价更高——几乎不惜任何代价，这种偏向的危险性变得很明显。常青藤(Ivey League)大学的学生被告知，所有的努力都应该被直接用于创造股东价值和上升的股价。最终成为美国公司首席执行官的常青藤领袖也屈服了，人为抬高他们自己公司的股票——忽视了价值标准和道德标准。股票回购在美国是很正常的，因为它把管理者和投资者的利益绑在了一起。较低的资本收入税让投资者获利——而不是分红税——更高的股价引发了管理者持有有利可图的期权。难怪股票回购如此流行了。尽管如此，从某种程度上来说，股价被人为地抬高了——这样的行为反应了追求自身利益的黑暗面。那么如果执行总裁通过股票期权获得 2 000 万甚至 1 亿美元的收入呢？难道这些钱对于公司利润或者一般股东的分红如此重要吗？首先，倾向于将期权作为主要报酬——不仅仅对管理层，还对公司其他被雇用者——稀释了其他持有者的股票价值。如果股价上升，那么期权费用也上升了——它们还必须通过利润来支付。这意味着对剩下的股东来说更少的利润。直到最近，这样的价值稀释才被清醒认识到。其次，从某种程度上来说，执行总裁人为地提高了公司股价，因此存在一些内在的危险：一是当最终认识到真正的价值时，股价会崩溃；二是当更公正的披露规定实施后，执行总裁会面临更大的压力。在制定公司决策和投资者决策时的偏差造成了泡沫。

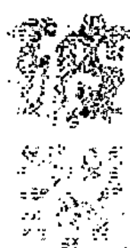
通过前面的讨论，我们很好地理解了美国公司管理层崩溃的源头。真正的挑战是如何改革公司管理准则，使它更公正、现实、明确和可执行。



管制改革和《萨班斯—奥克斯利法案》

我们已经讨论过了，美国公司治理结构中的一些主要的薄弱环节和漏洞。因此，出现致力于纠正这些环节的管制改革，并不是什么让人惊奇的事。特别地，《萨班斯—奥克斯利法案》的改革是以改善披露准则、增加监管部门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



独立性、改善股东对信息的获得以及明确公司会计部门和管理部门责任为目标的。

证券交易委员会也发布了一些强硬的新法案。例如，不允许审计者进行非审计工作。这一法律的目标在于减少基本审计和咨询业之间的利益冲突。尽管如此，审计者可以在辞职后进行非审计工作。审计工作的概念非常广泛，从而为审计者提供了“照常进行”的余地和灵活性。因此，新法律不仅仅是用来解决利益冲突问题。证券交易委员会还要求审计公司的重要合伙人每五年流动一次——为了维持对特殊客户的独立性。

一个新的监管部门——公司会计监督委员会建立起来，它隶属于证券交易委员会，负责规定和监督会计标准。从公司的角度出发，董事会中必须有金融专家来管理审计委员会，进行审计组长的任命和报酬确定。这个人以及委员会不能包含有公司高层，这样他们的决定就不会受到公司高层的影响。

上市公司的董事会将会有很大的独立性，非执行董事以及类似的人将在执行股东不在场的时候定期见面。这些非执行董事意味着独立，他们不是执行董事的朋友，和执行董事没有关系。管理者的行为将通过股份买卖的披露（必须尽快通知）而得到改善。股东和市场有权知道管理层期权执行的时间。并且，新的法律禁止了管理层在被雇用者禁售期间卖出股票。金融数据披露对时间和速度的要求更高，因为会计报表必须迅速上交给管理当局。首席执行官和财务总监在证实会计报表的有效性和准确性上有很大的重要性——必须要他们签字。以前会计准则的使用被限制了。管理者的违规行为将被严重处罚——管理当局会伸张正义，起诉这些违规者。

不仅仅是审计者和会计提高了责任标准，律师也是如此。检举董事会和高层的违法行为是一项职责——至少律师要有这个意识。一个更强的法律版本是，律师要求将违法行为通知给证券交易委员会，即对客户吹响警报。他们一般不愿意吹响这种警报。

前面谈到的许多改革的目的，都是为了改善管理层责任和信息披露，纽约证券交易所坚持公司公开治理方针，列举出公司管理者对自己的行动和表现负责的方式和方法。这其中还包括董事会的表现。

一些评论员为这些新的改革而欢呼，因为他们认为，这些改革能极大地改善过去的自我管制机制。尽管如此，证券交易委员会和纽约证券交易所可以追捕和起诉的资源并不丰富。看起来更像是只有一部分起诉能够实施并获胜——但是，尽管如此，至少它对其他潜在的违规者有显著的威慑作用。而且，投资群体对这样的法律行为拍手喝彩，因为这代表着在金融披露的道路上正确、有意义和准确的一步。

所有这些并不意味着自我管制已经灭亡了或已经被抛弃了，而是意味着更专业的部分被加入了进来。应对美国公司管理层的惨败，这些部分提高了

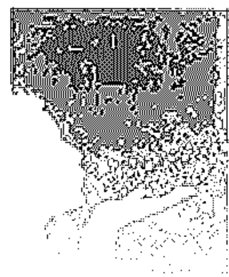
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准，并且要求更快、更准确的信息披露。他们还试图解决研究者避免利益冲突的问题。无数的政府管制都不能替代有效的个人管制。为什么？因为政府资源是有限的，并且还需要某些人来提供——主要是美国纳税者。第一，管制的成本很高，这一点仅从律师费上就可以看出来。第二，执行更高的内部职业标准相对便宜些——当个人利益和政府目标恰好一致时。第三，过分管制会导致恐惧并抑制创新。胡萝卜和大棒之间需要制衡。对违规管理者的大棒强迫了职业人士清理自己的房屋。

结 论

和过去所有的泡沫破裂之后一样，当投资者为自己的资本损失复仇时，总有人要承担责任。他们谴责某些人和机构，其中包括：首席执行官、审计者、金融建议者、证券公司、报道有偏的媒体、保证金贷款人、证券交易委员会、纽约证券交易所。在 2001～2003 年期间，关于股市崩溃，需要谴责的罪犯有很多——因为 20 世纪 90 年代的过分增长是很多因素的后果。不幸的是，对于没有嫌疑的投资者来说，有一种追求自身利益的强大力量的组合，促使人们争先恐后地涌入泡沫。看起来规范的市场，其实是脆弱和轻微有效的。当披露准则不能为一般股东提供足够的可见度时，人们不能预见到巨大的公司破产。流动性过剩的金融部门使得投资者过分乐观和比一般情况下更不谨慎。

尽管如此，有一些重要的内在偏见影响了美国公司的决策过程。股票期权的绝对值和对首席执行官的甜头，导致股价的上涨和对收入增长的高估。使用回购的公司，尤其是借钱回购的公司，进一步刺激了股价的膨胀。会计魔法和瞎了眼的审计准则完成了剩余部分。在发布短期不能被证伪的利润时，不管怎样，股东总想相信它是真的，局内人表现出太多的压倒性力量。就像《圣经》上所说的——通向地狱之路是宽广的。



证券交易委员能否避免扩张的泡沫，并因此减少崩溃后投资者的痛苦？答案很有可能是“不能”。在投资者的疯狂和对股价上涨自我实现的预见下，无论政府采取什么样的规定来阻止泡沫，新的投资者仍然在不断进入市场。在这条路上，注定会有伤亡。

美国公司的改革计划包括大幅地改进自我管制标准，或制定旨在改善公司决策以及利润报告的公开性和透明度的政府法律。政府必须改变公司所面对的“激励机制”，清楚阐明公司和投资者制定决策时遵循的“游戏规则”。管制的新时代并没有反对自我利益的追求和自我管制，而是增加了公司违规被抓的可能性和被处罚的严重性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　美联储:驶入未经允许的水域?

引　言

在20世纪90年代,美国经济和股市创出新纪录的同时,在政策制定者和经济学家之间,充盈着如何在传统知识的框架内解释这一繁荣的好奇心。之前,我们已经仔细研究过一些导致股市泡沫的原因。在第五章,我们仔细考察了导致生产率激增的缘由,现在我们转向考察经济驶入未经允许的水域后美联储的驾驭角色。我们将要解释的含有讽刺意味的或曰两难境地的是,金融经济的繁荣伴随着以资产价格的通货膨胀作为副产品,而实体经济的激增却没有伴随着以商品价格的通货膨胀作为副产品。对美联储来说,处理这个相伴而生的两难经济困境并不是一项容易完成的任务。

经济学中的陈旧争论不断重返桌面,例如,在惨淡的20世纪70年代,滞胀严重削弱了经济的繁荣和民众的福利。而现在的争论往往谈到经济增长的"速度极限"和约束。就像热和光相伴而生一样,经济增长和通货膨胀之间也纠结不清——至少在短期内如此。因此,相对于20世纪80年代每年2.8%的增速,为什么美国经济在90年代保持每年3.6%的增速的同时仍能保持平稳?它超出潜在产量了吗?考虑到我们多次提及通货膨胀的祸害,一个产出超过潜在产量的过热经济最终不得不被降温。其他制约美国经济增长速度的理论因素包括经常账户赤字、美元疲软、国际竞争力下降、高水平的产能利用率、紧张的劳动市场以及通货膨胀性过热的传统代表——失业率。美联储仔细审查了长长的清单,不仅包括之前提到的变量,还包括大量其他关键经济指标。格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林斯潘的责任就是，时刻留心美国经济中可能出现的任何经济失衡，并且制定出一套货币政策，依照长期潜在产出规模来缩小这些失衡。

然而，美国经济在 20 世纪 90 年代初驶入未经允许的水域——就像之前提到过的，美国国内生产总值的增长势头并没有带来过度通货膨胀——这使得格林斯潘开始深思，为什么"旧路标"会相对失效。的确，他"自己"的经济学信条是，拒绝需要干预的错误信号。事实上，在 20 世纪 90 年代，货币政策的实施驶入了未经允许的水域。

最终目标与权衡

美联储的首要授权或纲领就是抑制通货膨胀。刺激产出和就业也是其重要目标，但出于对通货膨胀破坏相对价格的稳定、扭曲经济激励并导致资源被浪费性地分配到非生产领域的担心，这两个目标就显得不那么重要了。通过抑制通货膨胀从而维持宏观经济的稳定，美联储间接地促进经济增长和就业。物价稳定是进行人力资本和实物资本长期投资，从而促进经济增长的关键性先决条件。在美联储看来，低通货膨胀是长期可持续增长的必由之路，也是真理和生命线走向俗世繁荣的道路。然而，如果相信存在某种形式的菲利普(Phillips)曲线的话，那么美联储就面临探索产出和通货膨胀权衡取舍的可能性——尽管只是短期如此。然而，迄今为止，还没有证据表明，格林斯潘(Greenspan，2000d)表现出任何意愿来容忍通货膨胀，以追求任何短期的产出增长。在他看来，实体要素促进经济长期增长，而金融要素仅暂时影响经济增长。

有时会出现这样的局面：美联储必须在众所周知的权衡取舍中做出选择。抑制通货膨胀相对于其他目标仍是优先选择，因此，如果经济持续失衡，就可能被降温。通过高利率来紧缩经济，导致了合意的副产品——进口的减少、贸易赤字的缩小以及美元的走强；这反过来进一步抑制国内的通货膨胀。然而，这也导致了不合意的副产品——投资减少、企业破产、失业率增加，从而拉低经济增速。美联储常常在短期内艰难地选择措施，以求实现美国民众长期利益的最大化。



为了实现这些最终目标，美联储可能会采用多种政策工具。然而，这些目标不能直接达到，因此需要采用中间目标，譬如货币总量或联邦基金利率。实现这些中间目标需要使用下面这些政策工具：法定存款准备金率、贴现率以及公开市场操作。然而，最终目标和中间目标之间的关系并不紧密。换言之，即便是实现中间目标，也不能自动实现终极目标，从购买国库券(公开市场操作)到利率变化，再到产出或通货膨胀变化之间的链条是间接的，可能仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅是微弱的带有时滞性的传导和影响。甚至贴现率的直接改变也主要起到“通告效应”，而不是市场盲目遵守的“法令效应”。因此，更准确的说法是：美联储影响货币供给和利率，而不是完全控制这些中间目标。

收益率曲线

收益率曲线的普遍特征是向上倾斜，即拥有相同风险等级但不同期限和流动性类型的政府证券，在收益率曲线的长尾处比短尾处具有更高的利率。利率期限结构的纯粹预期假说认为：贷方要求流动性溢价，而借方必须决定他们准备支付的溢价幅度。如果在收益率曲线长尾处的斜率升高，这既可能是因为流动性溢价增加，也可能是因为短期利率上升的预期。很明显，贷方要获得对风险、不确定性以及流动性的补偿，从而期限长者要求更高的收益率。然而，一个翻转的收益率曲线——向下倾斜——通常反映了衰退来临的观点。即短期利率比长期利率还高——典型的信用危机。

根据著名的费雪效应，很明显，预期在决定利率上扮演着重要的角色。如果预期下期通货膨胀率上升，则利率也将补偿性地上升，以使实际利率保持不变。因此，如果执行时想避免利率剧烈反应的话，政府政策一般应避免造成通货膨胀或通货膨胀预期增加。尽管美联储可以影响收益率曲线短尾处的利率，但是它不能控制其长尾处的利率。格林斯潘采取传统的两手策略来抑制长尾处的利率：第一，将目前的通货膨胀保持在可控范围之内；第二，鼓励“合理”的政府政策，以削减预算赤字并促进私人资本的形成。如果长期利率反应激烈导致通货膨胀重现，则操纵或粉饰性地改变短期利率不是保持持续增长的万灵药。在格林斯潘的脑子里，根本就不存在捷径，没有免费的午餐，也没有人为的扩张。例如，在“9·11”事件之后，美国政府采取了包括财政扩张政策在内的一揽子促增长的政策，这对实际利率来说，需要更长时间来响应。格林斯潘表明，他不赞赏这些将造成未来几年预算出现赤字的措施。他公开批评布什政府的财政政策，这使他在这一过程中变得不受欢迎。

一定程度的谨慎是需要的，当美联储谨守其通货膨胀“看家狗”的角色时，美联储是“万能”的这一教条就多少有点误导人——美联储是经济增长的协助者，而不是创造者。另外，财政和货币政策之间的协调配合是民主决定的结果，而不是美联储专断决定的结果。

政府环境

如同所有市场一样，供给和需求决定着股票价格。然而，这些价格并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单单由私人部门的决策所决定，甚至并不是内生决定的。正像不可控的外部因素（不可避免的风险）影响资产价格一样，在价格上，政府也有能力和影响。所有政府政策均影响相对价格。尽管汇率、产业和贸易保护政策在过去还被美国政策制定者不断采纳，但现在它们已不如之前那么受青睐了。受凯恩斯主义经济学影响，财政政策变得流行——多个美国行政部门字面性地引用为："花钱从而有钱"（spend and prosper）。一些经济学家宣称，相对价格遭到扰乱，资源分配被"扭曲"。"挤出效应"问题引起了严肃关注，即政府预算赤字增加"导致"利率上升。未来高税收的威胁在美国中产阶级中间造成不安。预算赤字的持续增加使得国债接近 4 万亿美元，要求减少赤字开支的公共压力也增加了。在 20 世纪 90 年代，政府政策的一个显著特点就是，减少了对财政政策的依赖，而将更重的责任放到货币政策上——至少在"9·11"事件之前是如此。

任何经济过热的迹象都可能促使美联储提高利率，以纠正经济的过度失衡。相反，经济疲软可能要求降低利率。因此，美联储利用货币杠杆来使得经济保持一个适宜的航行速度，同时也不至于导致通货膨胀或者它的表亲——通货膨胀预期。然而，减少利用政策杠杆也有它的代价，部分是由于管制的放松：政府驾驭美国经济的能力下降。风平浪静之时，无须利用政策杠杆，但当未预料到的暴风雨来临时，有力政策杠杆的缺失使得美国经济陷入不利境地。在美国，存在通过什么策略来减税以进一步刺激经济的激烈争论——是取消利息双重征税，还是降低个人所得税边际税率，再或者是降低资本所得税。新自由主义者希望增加政府支出，并且对低收入者减税，但不对富人减税。

正如本书所欲阐明的，依赖于货币政策，特别是利率政策，可能不足以避免或解决任何目前或未来的美国金融危机。就像在日本，零实际利率和减税没有启动日本经济，日本东京证券交易所指数（Nikkei）到 2003 年 3 月再触新"低"。因此，自 2001 年开始，即便多次削减利率，但美国经济复苏仍在一开始便告停。如同我们在下一章将要考察的，依赖于低利率来刺激经济和股市有其弊端。

美国这艘经济旗舰的航速：航标何在？

因此，什么因素决定了经济航行的合理速度？新古典学派和货币主义学派坚称，"实际要素"——例如，资本存量、就业量、储蓄和工作偏好——促进了增长。更重要的是，技术进步和生产率决定了经济长期增长，从而决定了航行速度。那么，美国政府还能做什么？答案是：除了提供一套产权、法律和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秩序制度以及保持宏观经济稳定外，政府基本上无事需做。在这些条件下，私人部门将自动繁荣起来。因此，小政府较大政府而言更好，资源开放给私人投资，市场利率自己寻找自己的水平。这些学派厌恶任何"微调"经济以平滑商业周期波动的观念。如果经济保持基本平稳并且拥有自愈能力，那么政策制定者的角色就是次要的，因为时间会治愈经济的短时任性而带来的创伤。小政府和市场能够有效分配资源的这一经济信条，是格林斯潘(Greenspan，2000c)所信奉的。

那么，应该接受商业周期的波动吗？根据实际商业周期理论(RBC)，这些波动是实际的，应被放任。格林斯潘是否是一个实际商业周期理论的信徒，这一点值得怀疑，但他确实接受这样的观点：消费者、投资者和工人的偏好应得到尊重。高消费水平可能是这些群体作为应对工资水平和利率的变化而做出的跨期选择结果。在格林斯潘的领导下(自 1987 年)，美联储干预经济的记录是适度干预，而绝非微调。美联储一直比较容忍国内生产总值增长的波动，也比较容忍资产价格的上涨。正是自由放任的舵手在掌舵。

什么迹象会促使格林斯潘响应商业周期中的"过度波动"呢？高通货膨胀率或者更严重的通货膨胀加速，是促使格林斯潘采取行动的主要动力源。哪里有热，哪里就有光，经济增长和通货膨胀的关系同样如此——至少根据传统的菲利普曲线是如此。如果美国经济处于快速增长通道，那么通货膨胀上升的风险就会增高。如果放任不管，肆虐的通货膨胀将通过扭曲激励和价格，从而导致资源的不当配置，继而摧毁任何文明。这只需请德国民众回忆一下关于 20 世纪 20 年代的历历在目的惶恐记忆便可知晓。任何通货膨胀的爆发，如果由美联储通过提高利率而得到抑制，在正常情况下，将导致经济收缩以及过热消除。即便如此，短期内会存在背离"充分就业"的状况。中期内，降低通货膨胀预期是使利率结构回复到低位的关键。

另一个促使格林斯潘采取行动的动力源是，商品市场和劳动力市场失衡和制约的抬头。根据新古典经济学范式，劳动力市场紧张(格林斯潘最青睐)、工资压力加大、单位成本上升、产能高水平利用率，这些指标可能激励美联储采取行动——例如，在 1994 年，美联储对通货膨胀采取了预防性措施。旧指标给行动提供了合理性。通货膨胀预期也是美联储采取行动的关键催化剂，因为虽然促使通货膨胀的原动力可能已经下降，但经济行为者预期的调整是逐渐的或滞后的。

其他对经济航行适宜速度和偏离潜在产出的威胁包括：经常项目赤字飙涨、国际竞争力丧失、美元疲软以及货币总量激增。美联储在制定政策时，除了通货膨胀，还会监测这些变量的变化趋势。尽管经常账户赤字在本质上并不是坏事，但它们的确反映了美国经济需求面的过热程度——美国人收入增加，导致进口增加。国外资本流入或资本账户剩余，只不过是经常账户赤字

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的另一面——外国商品由外国货币购买。有这样的可能性：外国资本的流入给美国人提供了必要的资金用于“过度消费”。弱势美元通过更高的进口价格和生产过程的投入，导致了通货膨胀性过热。国际竞争力下降可能源自，相对于贸易伙伴，更高的工资增速和更低的生产力增速。货币供应增加过快——超过美联储制定的“限度”——也可能敲响这一警钟，因为尚被抑制的（还没有显示出来）通货膨胀性过热自生于经济系统。即便如此，美联储“看着”货币供应增长数据，也会非常谨慎而不轻易下结论。

总而言之，对快速的经济航行速度，存在理论上的制约因素——因为当失衡增加时，就像超速的机动车颠簸失控需要减速一样，经济也需要减速。然而，悖论是，在 20 世纪 90 年代，美国经济并没有遭受增长约束的困扰——至少没有紧的约束。事实上，在这一期间的大部分时间里，美元一直坚挺，生产率增长强劲并处于其长期趋势之上，单位劳动成本得到压制，通货膨胀温和——这些导致了一轮快速增长周期和高的航行速度。这一高增长—低通胀的表现，符合格林斯潘信奉的标准宏观经济学模型或传统信条吗？答案是“可能不符合”。因此，基于旧的“高通胀—低增长”信条的货币政策干预触发信号，很可能是错误的。

然而时过境迁，到了 2000 年，并持续到 2002 年，美元遭到重创，经常账户赤字(CID)扩大，净资本流入缩小，美国股市黯然失色。尽管美元大幅下跌且通货膨胀仍保持低位，但国内生产总值增速和经济活力接连崩盘。因此，在 2000 年以来，美联储面临衰退和通货紧缩威胁的挑战；作为回应，美联储采取了扩张货币政策以推动美国经济趋近其自然航行速度。考虑到一些“制约”——例如，经常账户赤字、资本流入收缩、美元疲软——自 2000 年以来变得更糟，这是非常严峻的任务。

失衡的诊断

美联储如何判断经济已经偏离了其潜在水平？美联储监测了经济中几个可能削弱经济扩张或使其偏离长期可持续增长路径的经济失衡。换言之，这些失衡表明，目前的经济增长速度是不可持续的。历史告诉我们，失衡的持续将在“某一时点”导致通货膨胀加速。

第一个失衡来自劳动力市场。一些经济学家指出，自然失业率(NRU)是增长的制约或障碍。它就像触及一堵墙或触及一个不能“人为”改进的航行速度。在过去，充分就业意味着，所有想工作的人都可以找到工作。一个或两个百分点的失业率仅仅是摩擦性的——工人通过变换工作来改善他们的命运。周期性失业可能会不时出现，但没有持续性的影响。然而，弗里德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



曼(Friedman)和费尔普斯(Phelps)提出的非加速通货膨胀失业率理论(NAIRU)认为,失业率不会是“0”,而是包括结构性失业和摩擦性失业在内的某一正值。美国的非加速通货膨胀失业率的数值或估计值,在20世纪60年代约为5.2%,在70年代约为7.0%,在80年代约为6.5%,在90年代大部分时间里约为6.3%[参见坎特伯雷(Canterbery ,2000c)]。然而,到20世纪90年代末,实际失业率降到逼近4%的水平,因此,经济学家将非加速通货膨胀失业率的估计值降低到约5%或更低。

如果实际失业率下降到非加速通货膨胀失业率之下,则通货膨胀来临的危险信号就会显示——即便通货膨胀现在还未显现,但它不久就会出现!相反,如果实际失业率上升到非加速通货膨胀失业率之上,则表明通货膨胀压力缓解。另外,存在这样的问题——非加速通货膨胀失业率是一个估计值,我们不能确切知道其实际值究竟在何处,也可能我们永远都不会知道。经济学家,例如,加布尔雷思和瑟罗(Galbraith and Thurow),质疑整个概念的有效性——非加速通货膨胀失业率可能压根就不存在!尽管如此,美联储认为,非加速通货膨胀失业率是一个有用的概念,并且不时将经济偏离它作为担忧的原因。格林斯潘(Greenspan,1999d)不断援引劳动力市场的高度紧张作为政策关注的原因,并且经常不无怀疑地评论说,他质疑实际失业率真的已经下降到约4.3%——低于任何之前关于非加速通货膨胀失业率的估计,而通货膨胀却仍保持温和。对于这一悖论,格林斯潘和其他人都没有做出令人信服的解释。

格林斯潘(Greenspan ,1997h)的主要担忧是,劳动力市场的紧张最终将导致工资要价增加,从而挤压国民收入中的利润所占的份额。例如,他在1997年10月宣称:“今年劳动力市场的表现表明,经济处于不可持续的轨道上。自1994年以来,吸收潜在工人的市场速度并没有导致每小时就业补偿更大程度的增加,而物价通货膨胀对大部分分析者来说,是主要的吃惊之处。”对于工人在报酬方面的容忍,他的解释是,工人要求较少的工资增加是为了获得工作保障。他宣称,“另一个我过去曾提到过的解释是,技术和资本设备的改进部分造成生产方式发生重要改变,而这是与工人每天工作都相关的,并且这也导致对丧失工作技能的担忧的增加。因此,工人们变得更愿意寻找工作,而不是要求高工资……但不安全感可能减弱”[参见格林斯潘(Greenspan,1997h)]。又一次,格林斯潘并没有解释,究竟为什么劳动力市场的紧张最终没有导致工资激增,从而削弱公司部门利润的增长势头。国内收入中利润所占份额的下降会抑制未来资本的形成。在20世纪90年代,历史没有重演。

第二个失衡之处是,需求超过供给或消费超过产能。政策制定的一个旧基准是奥肯(Okun)法则的存在,即产出增速等于生产率增速和劳动力增速

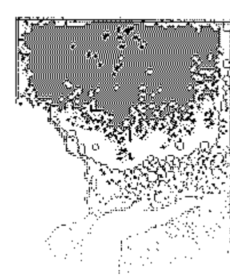
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之和。在20世纪90年代末，劳动力增速约为1%，生产率增速约为2.5%，这使得经济潜在增速达到3.5%。很多年以来，经济学家认为，美国经济增长的航行速度为2.5%——主要受制于生产率增速下降。

因此，就像非加速通货膨胀失业率似乎已经左移一样，奥肯法则也向上移动了。换言之，美国经济增长的速度上限已经上升，因此，美联储不应根据旧的经济信条来对经济中似乎出现的紧张随意做出响应。但是，就近期历史而言，为什么美国经济经历了一个无通货膨胀的高航行速度呢？这是一个需要回答的关键问题。可能利润率和资本流入的激增，解释了高于正常路径的经济增长速度以及生产率奇迹。

第三个失衡之处是，进口超过出口或曰经常账户持续性赤字。美国可以如此长时间地保持赤字运行——美国是世界上最富裕的国家——但最终金融市场会责难失衡的长期持续。然而，外国人放弃消费以向美国经常账户赤字提供资金的意愿不是给定的。当金融市场中对填补这一资金"缺口"的担忧增加时，美元一般就要遭受压力。最近，伯格斯坦（Bergstein，2000）表达了对贸易赤字持续增加的担忧："在上季度，贸易和经常账户赤字双双达到国内生产总值的4%。它们正在迅速增加。它们现在进入的区域，在过去会引发剧烈反应，包括美元汇率市场的反应。"美元贬值会促使国内利率上升，对此毫无疑问，但不太可能使爆炸中的贸易赤字得到消解。美国进口的激增主要是由于外国投资者将大量资金投入美国经济，从而导致国内消费溢出到国外商品。毕竟，宏观经济理论预测，当国内投资超过国内储蓄之时，贸易赤字就会产生。只要美国国内收益率保持稳定，并且只要国外投资者仍愿意持有美国资产，那么对于这一失衡的融资就没有问题。格林斯潘不会迷惑到仅仅因为贸易赤字大涨，就采取货币紧缩政策。另外，当很多发展中国家正在挣扎之时，通过对外国的出口保持开放，美国为世界做了一件好事。美国正在扩张它的贸易赤字，这有利于它自己，美国消费者也从较低的美元价格中获益。





这就是我们已经讨论过的后泡沫时代的阿喀琉斯之踵（Achilles heel）的致命弱点。在2000～2002年期间，收益率崩盘，投资者在这一时期不但没有得到资本收益，反而有大量的资本损失。由于美国资产价格大幅下降，国外投资者持有以美元标价的资产的意愿也锐减。因此，在不对利率产生向上压力的条件下，能否使美元经常账户赤字得到支付的担忧大量出现。我们知道，自2000年以来，美元已经承受了三年的贬值压力，并且美元贬值对美国进口价格产生向上的压力。美元贬值是否会导致爆发严重的通货膨胀，关键要看美国经济中其他通货紧缩的力量是否能够起到作用——例如，收入下降或者至少国内生产总值增速下降。股价疲软和资本损失产生了负的财富效应，从而既抑制了消费，也抑制了通货膨胀。格林斯潘反对任何挤出国外资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本的政策。"直接限制或劝阻国外资本流入的努力，通过提高美国的实际利率和将国内投资降至与已经很低的国内储蓄相一致的水平，恶化了预算赤字的问题。甚至仅仅影响特定资本流入（例如，直接投资）的有限措施，都有必要通过其他渠道扩大资本流入而获得补偿，资本流入只有在高收益率或美元疲软的时候才有吸引力"[参见西西利亚和克鲁克香克（Sicilia and Cruikshank，2000）]。

通常来说，引起关注的第四个失衡之处是预算赤字。如果政府花费超过它获得收入的能力，则总需求就会被推动，同时也对利率产生向上的压力。然而，在 20 世纪 90 年代的大部分时间里，美国预算都是有结余的，这样长期债券收益率向上的压力对格林斯潘操作货币政策的阻碍就变小了，即传统的"挤出效应"副产品现在不再是重要问题。"9·11"事件发生后，美国执政当局希望通过财政政策来刺激经济，这使得对出现持续预算赤字的"危害"的担忧重现。在实施货币—财政混合政策时，存在微妙的权衡。"过度依赖"财政政策导致长期债券收益率上升，最终导致在收益率曲线的短期内采取更紧的货币政策。高通货膨胀的预期可能使得债券市场严重惊慌，以至于政府主导的刺激政策的效果在中期就消散一空。

这些失衡促使格林斯潘采取行动了吗？答案是：有时如此。这些失衡肯定就是当他评估货币政策的反应时所参照的变量。格林斯潘也在关注，股市收益的财富效应在总需求和总供给之间造成失衡。需求超过产能是他非常关注的方面。由于旧有的关系似乎已经减弱，对劳动力市场"紧张"的担忧仍困扰着他。美联储的通货膨胀动力学模型牢固地建立在劳动力市场上。工资上涨和成本增加也处于美联储关注序列的前沿。如之前已经考察过的，格林斯潘表达了对以下景象的担忧：预期的生产率增长导致人们购买股票，以求获得资本收益，并消费那些尚未实现的收益。因此，额外的消费压力来自股市泡沫，并导致供给面出现瓶颈。由此可以得出结论，货币市场和资产市场就像劳动力市场一样，对美联储来说都非常重要。

击中目标：何为政策的搭配？

在"旧经济"环境中，政策制定者在传统上依赖于财政政策和货币政策来驾驭经济，即操纵利率、税收和政府购买，以将经济维持在接近潜在产出水平或非加速通货膨胀失业率水平。考虑到在 20 世纪 60 年代和 70 年代连续性的微调带来负面效应，譬如高利率、持续的预算赤字以及高昂的国民债务，到 80 年代初，经济和政治上出现反对力量。凯恩斯主义政策信条受到挑战。尽管福利开支激增，有稳定防务开支的承诺，美国中产阶级对于他们目前和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来的税收负担的担忧仍在不断增加。里根总统将依赖于财政政策变为依赖于货币政策，产生了著名的"里根经济政策时期"(Reaganomics Era)。这些政策的搭配赢得了中产阶级的极大热情，因为它承诺降低税收、降低利率且创造资本收益的良好环境。其他政策工具的重要性下降，譬如贸易保护和汇率政策。美国对贸易更加开放，到80年代中期，美国已从世界上的最大债权国变为世界上最大的债务国。但自由贸易政策对美国而言，仅仅是一个在特殊情况下的临时策略。为什么呢？这主要是因为，通过资本和贸易流，美国在更加开放的地球村获利最大。在过去15年里，美国大公司增加了它们在离岸市场的曝光度，这部分解释了，为什么道—琼斯指数和纳斯达克指数在冷战之后出现井喷。

在新经济环境里，美国政策制定者更加倚重研究、技术、贸易和竞争政策来刺激经济，因此使得经济更加接近它的长期潜在水平。地球村的更加开放带给美国公司更多的垄断利润，从而形成更高的股价——至少在泡沫破裂之前是如此。风险认知的改变和令人沮丧的利润水平要对估计的整体市盈率进而股价负主要责任。

在下一章，我们将会看到，格林斯潘和美国经济学专家总体上相信，最小的政策干预是稳定商业周期的目的所要求的，刺激经济增长的目的所要求的政策干预更少。

有哪些经济指标？

测定经济脉搏或心跳是复杂的，因为美联储可以得到的统计数据既"陈旧"，又受制于之后的修改。制定政策有时就像是在看后视镜，看到的是经济曾在哪里，而不是将要去哪里。数据的修正也可能是巨大的，以至于几个月后改变原有解释。尽管如此，几个关键经济指标还是提供了关于经济状况在商业周期哪个位置上的大概指示。先行指标对美联储来说是有用的信号，譬如生活消费品新订单、生产者价格指数、供应商业绩、生产线和设备订单合同、建房许可证、房屋开工率、零售额、产业工人平均每周工作时间、敏感商品的价格变化、股市指数以及货币供应量增速。利用这些指标的目的是，预测实际国内生产总值的变化趋势，从而获得对经济的热度和紧张程度的感受。很明显，这涉及价值判断，并且利用的是过去的经验，在这一金融历史上的怪诞时期，这些经验的有效性值得考验。

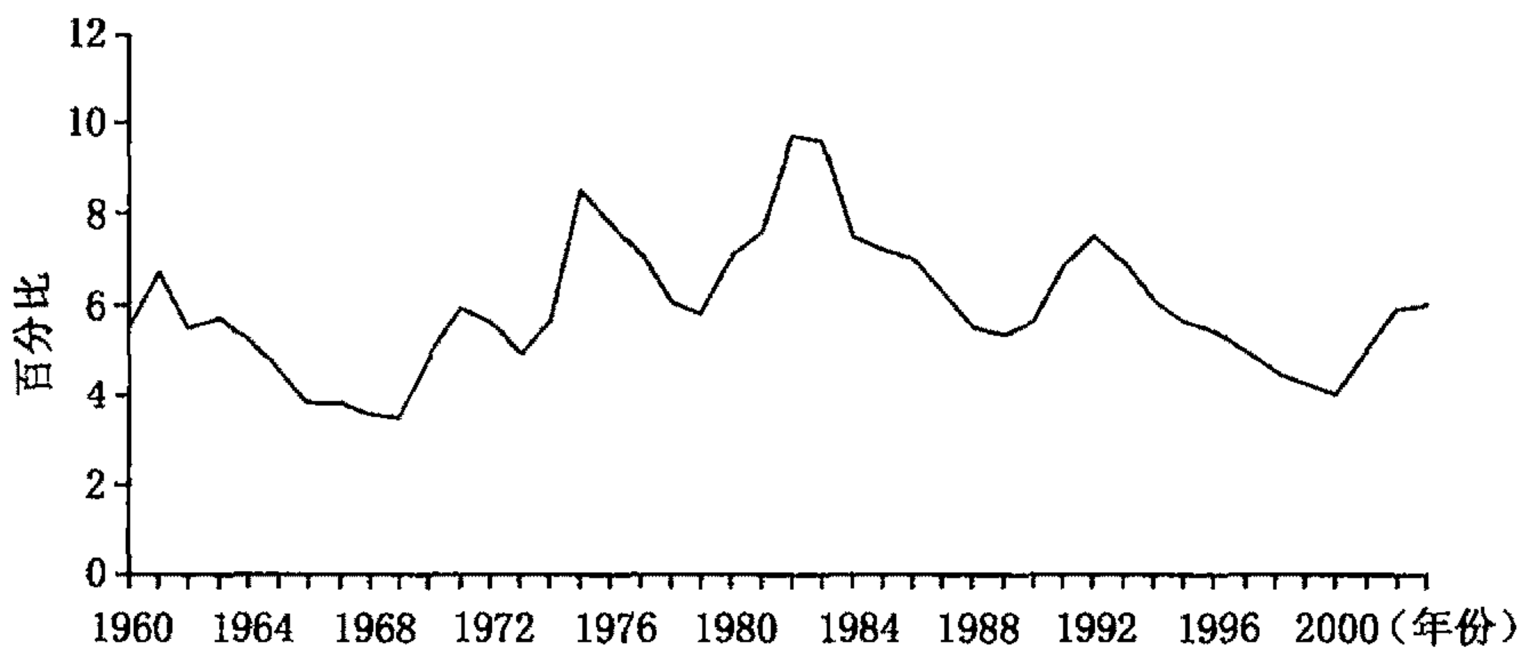
然而，如之前所讨论的，对于何为美国经济的适宜航行速度，对美联储来说，存在多个困惑。一个学派认为，美联储过于强调旧有的路标，它基于过去的实证关系设置经济增速。经济信条本身并非是"错误的"，而是它被执行得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太严格了。另一个学派认为，这些信条本身就是错误的，基准概念，譬如非加速通货膨胀失业率和奥肯法则，是不相关的或不存在的。

例如，在20世纪90年代，两个关键指标的紧张程度表现迥异。如果官方失业率是任何指标的话，则劳动力市场存在紧张现象，但是，从历史观点来看，产能利用率没有表现出相同程度的紧张。如图7.1所示，在1999年，失业率达到了30年来的最低值。如图7.2所示，产能利用率在20世纪70年代两次突破85%，并伴随着通货膨胀。产能利用率在20世纪90年代仅仅略微高于其81.7%的长期平均水平。因此，目前产能约束不太可能是导致通货膨胀爆发的严重危险。同样地，源自劳动力市场的通货膨胀性过热，目前变得较温和——即便在90年代大部分时间里，劳动力市场都异常紧张。

范式的变动可能解释了，为什么存在这么多格林斯潘不能理解的谜团。例如，对20世纪90年代的经济繁荣的持久度和成熟度存在疑惑。它没有揭示出和以往繁荣相似的“旧时期”模式。格林斯潘经常疑惑于最近股市和经济繁荣的持久度和新鲜度，因为它和旧有的指标相悖。在美国金融史上这片没有航标的汹涌水域中，当制定货币政策时，过去的“经验”所起到的作用很小。



资料来源：美联储。

图7.1　失业率

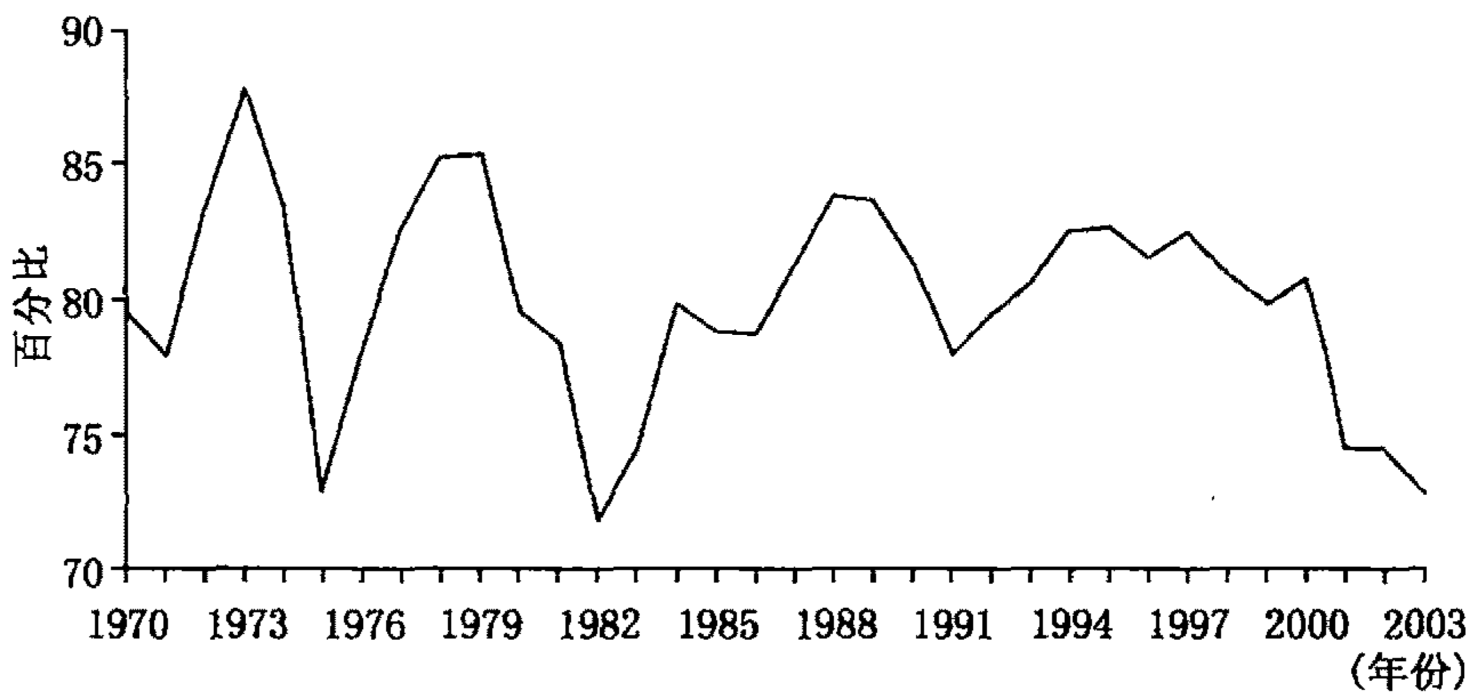


图7.2　产能利用率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑到计算机运算能力的极大提升以及政府部门收集到大量统计信息，凯恩斯主义认为，微调经济既是可能的，也是谨慎的。然而，没有证据表明，美联储收集统计信息并评估关键经济指标的目的是管理经济。相反，美联储利用这些指标来评估经济失衡的程度，并预测未来通货膨胀性过热的趋势。美联储本身并不致力于平滑商业周期，而是保持对可能导致经济偏离长期增长的通货膨胀爆发的警惕。因此，它不寻求任何凯恩斯主义语意下的经济微调。在格林斯潘看来，这些反生产力的行动的危害太大。

对“错误范例”的批判

如果只说格林斯潘有他自己的评论家，这有点轻描淡写。例如，莱斯特·瑟罗(Lester Thurow，1996a)拒绝接受官方的失业率数值，并宣称：“依据正确计算所得，我们的失业率早就达到两位数。”他估计的实际失业率接近28%。考虑到美国就业环境的变化，存在大量潜在的和边缘的工人，他们缺乏谈判能力，对那些工作很稳固的就业人员没有威胁。更重要的是，这些工人没有能力对工资产生向上的压力，所以不能导致工资通货膨胀——他们按照雇主确定的期限和条件工作。事实上，并不存在一个整体的劳动力市场，而是存在无数个分割的劳动力市场，这些分割的劳动力市场与“局外人”的压力相隔离。美国的小时工资和补偿率自1978年以来一直面临压力，下降趋势一直持续到20世纪90年代中期。按照瑟罗的说法，在这一时期，小时工资每年下降约1%。如此紧张的劳动力市场如何能导致实际工资下降？到了20世纪90年代末，实际工资才有所抬头。因此，现在对非加速通货膨胀失业率的估计严重偏离事实。4.3%的实际失业率远远处在这些估计的左边。詹姆斯·加尔布雷思(James Galbraith)是另一位这样的经济学家，他多年来一直否定存在非加速通货膨胀失业率或其他关系，并且否定接受美国经济面临有效增速上限约束的必要性。总体上，这些专家不接受美联储宣称的美国劳动力市场紧张的判断——存在很大程度的松弛——尽管没有测定。

瑟罗(Thurow，1996b，第186页)也批评了官方通货膨胀率，认为它被高估了。他提出了“博斯金报告”(Boskin Report)，该报告称，消费者物价指数可能高估了1.0%～2.6%。在考虑到统计质量大大改进和剔除消费者物价指数中的健康保健成分之后，瑟罗认为，整个消费者物价指数值应该接近3%。似乎瑟罗提出了一系列的质疑：产能利用率被错误测定(通过增加对外采购而有所偏差)，IT革命使得更少的投入获得更多的产出，以及遭受产能过剩的发展中国家的生产商对美国生产商的威胁增加。换言之，经济“放缓”和产出损失的旧有指标可能不再如它们之前一样有关联。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布兰德(Blinder)、坎特伯雷、加布尔雷思和瑟罗组成的团队，对美国经济没有实现其潜在产出(有数十亿美元的产出损失)非常不满。他们认为，很多年来都存在浪费和错失机会的情况。该团队也对美国收入和财富的偏倚分配表示强烈不满，因为蓝领工人是“有工作的穷人”，而白领职业者却享受着他们在价值之上的溢价——获得“非劳动收入”。当经济过热时，工人阶级被要求做出牺牲——降低他们的工资要求。大量财富聚集在少数人手中，这导致了追求保守派目标的国家政策力量偏离。

在“私人财富，公共坟墓”(private wealth and public squalor)的传统下，该团队认为，美国应该投入更多资源到公共基础设施建设上——这既有经济的理由，也有社会的理由。尽管存在滞后，仍有很多公共投资支持私人投资的例子，二者之间是互补关系。因此，美国政府应该运行赤字，以提升长期增长潜力，并重建美国的一些陈旧的公共基础设施。基于社会原因，该团队主张，要抑制美国收入分配不平等的增长，公共投资是必要的。因此，这些经济学家主张，应该允许美国经济发展得更快一些——和它的潜力更匹配一些。

坎特伯雷的教廷假说

坎特伯雷 (Canterbery，2000b)最近提出了一个范式，以权力共享的观点来看待货币政策的实施。在该范式中，特定的人物和机构得到标识。格林斯潘是华尔街的教皇(Pope)，联邦储备系统是教廷(Vatican)，米尔顿·弗里德曼是主教(High Priest)，华尔街和美联储是债券和货币的圣学院(Sacred College)，美联储里的大量经济学家是修道士(Monks)。在该宗教中，追求资本所得是神圣事业和资本主义系统的中心泵站。如果美联储提高利率，则造成债券价格下跌和资本损失。利率上升使得股市下跌，进一步导致资本损失。债券持有者的福利在该资本主义系统中处于最重要的地位，这主要依赖于为了维持经济活力的长期投资。同样地，巨额美国预算赤字需要融资，通过购买美国政府债券，美国的富人阶层为此提供了资金。因此，在这个教廷假说中，美联储对债券持有者和债券市场负责，以便不使其翻船。美联储的首要目标是保持低利率结构，这将产生有益于债券和股市交易的环境。坎特伯雷(Canterbery，2000b，第 19 页)质疑了美联储的偏见：美联储压制商品价格的通货膨胀，而漠视资产价格的通货膨胀。劳苦大众必须做出牺牲，工资通货膨胀威胁到美国的社会福利，但迅速增长的资产价格泡沫却得到容忍，而数百万投资者清楚无误地知晓这些。

另一个令人关注的事情就是，事实上美联储究竟在多大程度上是独立的。在坎特伯雷的这一假说中，教皇仔细听取主教的科学结论，修道上遵照

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教规而盲目奉献忠心，白宫害怕华尔街，而债券持有者不是贪婪的个体，而是爱国的公民，他们借款给政府，使其服务社会。富人和掌权者共享权力，因为他们拥有共同利益。在宏观层面，通货膨胀是美联储的死敌。在金融层面，通货膨胀是债券持有者的死敌，因为它消融资本收益。通货膨胀这一共同死敌促使富人和掌权者精英联姻。

这一教廷范式的结果是，美联储害怕华尔街，而执政当局害怕华尔街和美联储。如果债券市场变得不稳定，并且"不赞成"政府政策，那么它可以通过要求短期的高利率来为难政府。政府有价证券的公共拍卖可能遭受较低的出价。在 20 世纪 80 年代中期，日本在大约一天时间里，拒绝对美国政府债券出价，因为它们对低利率和美元的不断下跌不满。他们举行了"资本罢工"。这一"勒索"导致美国国内利率上升。美国执政当局不可能承受得起得罪债券市场的后果。这表明，美联储密切关注通货膨胀率和货币供应量，而美国政府则看好自家家门，将预算赤字保持在适度水平。这样做可以将利率保持在低位，并且保持较高的潜在资本收益。在该假说中，政策实施的空间是有限的——因为财政政策受到制约，谨守自由贸易政策，产业政策也带上了枷锁。简言之，政策灵活性严重受制。

这一范式的枝节是，货币政策在美国受到太多限制，这是因为美联储对债券市场投入了"太多"的注意力。因此，太容易使用货币来刹车。这一观点在布兰德、坎特伯雷、加布尔雷思和瑟罗团队中得到具体体现，在最近的美国金融历史中，对经济增长稳定的"无据困扰"有些过度。

美联储的名声和信誉

对美联储来说，"建立名声"和维持足够的信誉对增强货币政策的有效性非常重要。对美联储来说，存在通过违背抑制通货膨胀的目标来实现在菲利普曲线上的短期均衡的机会。这样可以实现无通货膨胀成本的产出增加，即在经济行为者已经形成他们的预期之后，美联储有扩张货币供应并耍手段来增加产出的激励。工人们经历实际工资的下降并"吃一堑"，但在美联储欺骗中"长一智"，以提高他们自己对下一期通货膨胀的预期。系统性的错误不会再犯。就美联储来说，这一技巧获得的短期产出所得是非常小的。为什么？简单的原因是，长期成本涉及名声的损失、永久性损害政策的有效性以及在抑制通货膨胀上尽失颜面。如果美联储在公众眼中得到"信任"，获得信誉，则从商业和工资计算中剔除通货膨胀预期就会是一项更简单的任务。因此，降低通货膨胀就涉及较小痛苦的经济收缩。

美联储有多种方法可以建立和保持它的长期声誉。在这种探寻中，美联



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储试图通过公开宣布利率目标的变化以及（更重要的）货币政策的变化，来提高它的开放度和透明度。向公众详细阐述和解释这些决定的逻辑依据的目的是建立公众的信任。美联储主席和公开市场委员会（FMOC）的其他成员在公开场合的讲话，可以有助于促进公众理解和意识到美联储是如何做出它的政策决定的。及时公布公开市场委员会最新会议的记录，也可以提高决策的透明度[参见格林斯潘（Greenspan，1999b）]。在现实中，美联储已经着手建立它的“新古典处方”（new classical prescription），以此制定货币政策和维持它的声誉。在“收益率曲线”部分，我们提及了美联储主席格林斯潘在全国电视转播的参议院会议上，为当前货币政策立场所做的解释和辩护的努力。

毛毛虫市场与美联储的恐惧

20 世纪 80 年代初，当美联储采纳货币目标时，大量美联储的观察家严密观察月度和周度数据，以期获得货币政策风向变动的蛛丝马迹。如果货币供给目标被向上突破，则美联储很可能会通过公开市场操纵来收缩货币供给，并间接导致利率上升。勤勉的美联储观察家可以通过准确预期美联储在货币供给目标区域遭突破后如何回应而获利。这是不错的理论，但事实上并非总是如此，因为美联储有时可能对目标区域遭突破给予“空头支票”，甚至改变目标区域以适应或捕获最新的实际趋势。也许当美联储认为其合适时，货币目标政策对美联储来说就是有用的工具，但更重要地，它是一个放给美联储观察家的烟幕弹，这些观察家相信货币主义的严格法则会得到贯彻。如此的非预期货币政策变化就会有最大的影响力。

到了 20 世纪 90 年代，美联储公开宣称，在决定立场和改变货币政策上，货币供应数据和货币供应区间是有用的，但它们仅仅构成巨幅图景中的一部分。在制定货币政策时，美联储对一系列关键的经济指标进行监测。盯住通货膨胀是美联储的首要目标，采取利率策略是它的货币政策工具。关于它是否采取了泰勒法则（Taylor Rule）的争论，我们在第八章再做讨论。

在过去的 40 年里一直未变的就是，所有市场交易者以及投资者仍害怕美联储。美联储政策的“膝跳反射”（knee jerk）在几天之内就能勾销股市价值数十亿美元。美联储对数据的不称职解读、蹩脚的策略或食古不化地坚持旧教条，都可能造成股价大幅震荡，并且/或者在很长时间里保持低估或高估。然而，对于出现宏观经济稳定性的担忧和持续的失衡——偏离非加速通货膨胀失业率，即便美联储采取合理的反应，仍可以对股市造成大破坏。因此，对于任何利率预期的变化，更重要的是，货币政策方向的任何变化，投资者都有很高的敏感度。通过比美联储提前一步采取行动，聪明的投资者可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过预期联邦基金利率或贴现率的变化来及时调整持股头寸。更聪明的投资者可以在“消息”释放或公告宣布时进行交易。例如，如果一些专业投资者准确预期到利率下降或“计算”到这一下降，则股价可能在公告之日下跌。美联储的这些观测导致了一个类似毛毛虫的市场——该市场对应预期而上升，对应事实而下跌。在如此毛毛虫类型的市场中交易时，时机就是一切。无经验的散户或短线操作者，通常在短期内受到“向前看”的专业交易者的损害。

当格林斯潘在公众场合讲演或在参议院作证时，他常常遭到如此质疑：公开市场委员会似乎乐意“捣毁聚会”，损害就业，给穷人带来痛苦，对增长持有偏见以及纠缠于抑制通货膨胀。换言之，参议员常常问：“为什么我们不能有更高的经济增速，为什么我们生活在对美联储会捅破繁荣泡沫的忧虑和担忧之中？”“为什么我们不能减小我国收入的不平等？”“为什么那么多美国人过着没有健康保险的日子？”格林斯潘的回应通常是重新保证——事实上，美联储意识到了人类的遭遇、劳苦大众的困境、家庭的需求，并确信无疑地说明美联储不愿无故地牺牲产出和就业。然而，通过宣称他始终不渝地追求的价格稳定是解决美国面临的绝大多数深层经济问题的最好方式，格林斯潘扑灭了对他的批评之火。愤世嫉俗者常常将这一策略解释为，通过倒霉地强调涓滴而支持“涓滴经济学”(trickle down economics)。然而，美联储的纲领就是，平衡对各个经济目标的追求，而不是寻求无约束的增长——这是民主选举的政府所操心的范畴。

一个中央银行家的自白

曾在 20 世纪 90 年代中期担任美联储副主席的布兰德(Blinder，1997，第 10 页)，提出了关于公开市场委员会的运作方式、程序和心态的有用见解。他特别批评了短期任职者没有清楚阐述最终目标和货币政策的制定。即便滞后性是持续不断的祸根，并且数据可能不像人们喜欢的那样新鲜，但公开市场委员会的成员没有借口抱有“等等看”的态度或“我们不想遭到锁定”的心态。据布兰德(Blinder，1997，第 15 页)所述，美联储知晓非加速通货膨胀失业率，但从来没有正式将其采用为制定政策时的基准工具。另一个问题是，美联储“迷惑于”金融市场的奇思妙想。例如，如果专业交易者担忧通货膨胀及其对收益率曲线长尾的影响，则他们可能会在 CNBC 电视上要求或“激励”美联储提高利率，或承诺“我们将为你这样做”。这是一个最成功的胁迫！如果市场预期美联储将宽容通货膨胀，则存在很大的风险使美联储丢掉名声。因此，美联储有诱惑去按照金融市场的要求来采取行动。20 世纪 80 年代中期的另一个例子是日本投资者的“资本罢工”：不购买美国债券。几天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里，这些投资者不出价，向美国执政当局传递这样的信号——通货膨胀过高并且美元过于疲软。市场利率不久开始上升以回应这一"罢工"信号。因此，美联储可以影响收益率曲线的短尾，但长尾则是由市场情绪支配的，市场情绪可能反过来也影响收益率曲线，从而迫使美联储采取行动。尽管如此，美联储发现自己处于不确定的区域，必须保持足够的灵活性以适应变化中的环境。

美联储在遮遮掩掩吗？

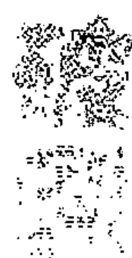
考虑到由于美联储关于决定未来利率风向的稍微变化，数十亿美元的股票、债券、有价证券和现金就可能易手——因此，对于格林斯潘在讲什么以及如何讲这方面非常谨慎保守，大家就不会感到惊奇。再者，如何制定政策、基于哪些理论、做出哪些分析、更严密地关注哪些关键的经济和金融指标，这些并非显而易见。美联储观察家认为，他们知道美联储如何运作，但这一信心更多只是一厢情愿，而非具体事实。

在某些方面，美联储是开放的、透明的。毕竟，美联储的确详细及时地公布了公开市场委员会的会议内容。它力争阐述清楚货币政策的偏倚性，如果有的话。它不想用随意的言辞来吓唬金融市场。格林斯潘确实对经济现状做了详细评论，他也确实出现在参众两院。

另一方面，美联储也不能揭示它所有的内部工作。这样做就可能丧失货币执行的权力以及(也许)一些效率。一些货币理论学家强调对经济有最大影响的货币政策的"令人惊奇的"或"非预期的"变化的重要性。如果投资者及时观察到美联储的工作方式和美联储成员做出的评论，则金融市场很可能会出现比我们现在看到的更多的动荡。投资者尽力预测美联储任何一个言辞和举动的影响，但可能会误解其本意。

结 论

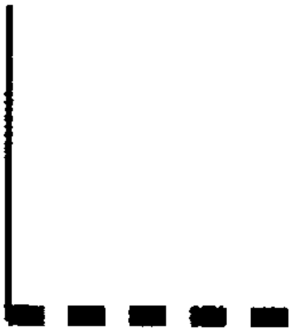
整个 20 世纪，在执行货币政策时，美联储都面临大量的挑战。总体上，在适应和驾驭美国经济，使其沿着合理的非通货膨胀高增长路径前进的过程中，美联储保持了足够的灵活性，并采取了传统经济学范式框架下的传统技术。旧的经济指标和约束因素得到严密关注——譬如通货膨胀、经常账户赤字的持续程度、国际竞争力、产能利用率、劳动力市场紧张程度、消费者情绪等——特别是在 20 世纪 90 年代初，尤为如此。没有哪两个商业周期是相同



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，因此，美联储不得不对其所面对的经济指标权衡利弊，并做出决断。不同的环境组合要求不同的政策响应。公平地讲，美联储已经驶入一个未经允许的水域超过 10 年。在 20 世纪 90 年代末，对非加速通货膨胀失业率相关性的疑惑和对劳动力市场紧张的担忧，造成美联储在回应美国经济扩张时间的持久度上过于谨慎。由于生产率增速的上升提高了美国经济的航行速度，因此，旧有的增长上限可能已经得到更新。尽管如此，如格林斯潘所警告过的，生产率增速的上移必须证明，它自己不仅仅是周期性偏差。点燃价值 100 美元的雪茄还为时尚早。关于隐蔽性过剩劳动力，美国政府必须尽更大的统计努力来搞清楚，劳动市场究竟存在什么疲软之处。然而，还存在另一个既紧要又危险的约束。本书旨在强调资产价格通货膨胀的危险，以及美联储有责任严密监测这一对通货膨胀的双胞胎。格林斯潘和美联储在这里可能有些话要说——以事后诸葛亮的方式。然而，在谴责美联储之前，我们必须考察一下执行货币政策时美联储面临的更多挑战。这将是第八章的任务。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　美联储运作模式的变革

引言

在20世纪的大部分时期，由于多种原因，制定和实施一项适合美国的货币政策充斥着种种困难。20世纪后半叶就像是变化莫测的海洋，例如，制度环境发生重大变化(结构变化)、金融业管制放松、技术快速变革。由于美联储的首要目标是控制通货膨胀，再加上20世纪60年代和70年代货币主义的兴起，货币目标被采用了。抑制通货膨胀意味着，遵守某种形式的货币供应固定增速法则(Constant Money Supply Growth Rule，CGR)。然而，货币和经济增长之间的严格关系在20世纪80年代不复存在，从而推动了作为货币政策战略的货币目标制的修订。由于美联储运作于其中的经济环境迅速变化，导致旧的实证关系退化，使得美联储对通货膨胀的抑制受到阻挠。20世纪70年代肆虐的通货膨胀(部分是由于石油危机)考验了美联储的能力和神经。执行货币政策变得非常复杂，这不仅是因为通货膨胀和中间目标不断变化，也是因为金融创新和信贷市场更加开放。因此，放松管制和竞争加剧自有其成本。对金融业管制的减少带来更大的信贷风险、更大的杠杆以及更大的价格波动。就是在这里，美联储和股市交易者之间发生了严重的冲突，因为他们直接逆向而行。股市交易者希望增加金融市场的波动性(以便创造利润)，而美联储则希望保持经济和金融稳定。有种观点认为，货币目标制的废弃是资产价格飙涨的基础——因为过度的流动性需要找到归处。需要注意的是，尽管股市在多年来对利率非常敏感，但在20世纪90年代已不复如此。这些年来，迅速的货币供应增长助长了资产价格泡沫的膨胀。本章将考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

察近年来美联储面临的一些挑战。

对金融业放松管制

由于各类金融公司之间存在壁垒，多年来美国金融业是被分割的，这是大萧条时代遗留下的产物。这一分业框架的合理性是增加金融系统的稳定性，并提高美国政府的监督能力。反过来，这些管制和限制使得银行能通过保护和地盘分割使自己的获利能力得到增强。这是互惠互利的联姻，但不幸的是，消费者遭受冷遇。相对于其他放松管制的环境，存款利率会更低，而借贷成本会更高。随着时间的演进，美国政府认识到有必要加强金融业的竞争。随着 1980 年的《存款机构放松管制和货币控制法案》(DIDMCA)的通过以及 1982 年的《加恩—圣·加曼修正案》(Garn-St Germane Amendment)的实施，美国金融系统发生了重大变化。存贷禁令得到解除，互助储蓄银行以及信用合作社提供支票账户得到允许，并且这些账户也被获许收取利率。作为回应，家庭将无息账户里的资金转入可开支票的活期存款账户(NOW)[参见马奎斯(Marquis，1996)]。即便商业支票账户不允许支付利率，但银行仍"规避法律"(bent the rules)，为亲密的商业客户提供服务。家庭和企业均变得更易接受多样金融产品，来满足他们对流动性、风险和回报率的要求。吸引了小额投资者存款的货币市场互助基金(MMMFs)和货币市场存款账户(MMDAs)，满足了对现金管理需求的增加。在 20 世纪 70 年代，存款账户的利率上限以及同一时期挤压了实际利率的肆虐的通货膨胀，直接导致了这些账户的流行。随着公司和家庭将资金转移出银行系统，出现了金融业的脱媒趋势。放松管制导致资金在货币总量之间变动，总量的波动性也增加了，使得执行合适的货币政策变得更加困难。在这一放松管制的信贷市场环境里，道德风险问题增加。银行经理喜欢充满竞争的市场，并且可能屈服于诱惑而贷款给高边际风险的借贷者。在高度竞争的市场中追求市场份额的银行经理们被迫降低信贷门槛，从而引发道德风险。也就是说，他们依靠美联储充当最后贷款人，给予存款保险或者平衡贷款资产组合的承诺，借此可靠客户补贴了不可靠客户。总而言之，转向放松管制和增加竞争是正确的方向，但也产生了与更加开放的信贷市场相伴而生的成本——风险和暴露。

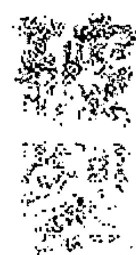
金融产品创新

一些金融产品的诞生不仅降低了货币政策的有效性，还降低了美联储监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

督和管制网络的有效性。譬如证券化的出现，借此房地产或汽车信贷被"打包"变成可在股市上交易的证券包，并/或被售给其他金融机构。这些原本只由原放贷者持有的资产，如今分布到广大市场，随时准备出售和再出售。20世纪70年代的房产抵押担保贷款证券(CMO)和不动产抵押投资管道(REMIC)将银行和信贷从地方性转变成全国性[参见考夫曼(Kaufman，2000)]。许多"其他"金融机构进入住房抵押贷款市场，从而加剧了竞争。然而，证券化趋势也存在不利的一面，例如，更多的边际借贷者进入基本上是开放的信贷市场。他们四处求贷，最终还是可以得到贷款批准。将非市场交易的金融资产转变成可以在市场交易的商品，这就出现了对市场是否拥有为这些资产定价的能力的质疑，更重要的是，还要监测它们的变化趋势。假设这些金融资产的市场既是流动性的又是连续的，这的确是信任的一大跳跃。房地产和汽车市场中的不对称信息和纷扰可能不呈比例地冲击证券化包裹，因为有远见的金融投资者预测价格的崩盘可能来自出售者的仓皇出逃。在房地产市场，当消费者情绪变化以及出售者同时挤在出口时，对最后边际销售的评价就变得毫无意义。因此，这些市场的深度令人关注。更重要的是，这些"其他资产"处于市场的严密监视下，明显对利率的变化非常敏感。由于证券化资产定价方面的困难，利率上升可以在金融资产价格上戳一个大洞——当市场交易力迅速下降时，甚至在自由落体式地下跌时。如此缺乏准确定价，将对有意义的信用评价产生不利影响。在如此疲软的市场上，如何评估信用风险？金融机构希望推动资产证券化(从而降低了信贷标准)，铤而走险的边际借贷者则希望获得资产(而无须有太大心痛)，这两者之间存在不稳定的联姻。基于这些原因，金融市场比以前更加波动，从而对"矫正"变得更加敏感，因为它们在走钢丝。

金融市场的另一个创新是，增加了作为对冲其他市场波动工具的对衍生品的使用。不错，至少这是衍生品交易的"风险管理"合理化的借口，但实际上，这些交易是高度投机的，在策略上富于侵略性，而不是防御性。衍生品交易的获利命脉是波动的而非稳定的。专业经理人享受了近年来宽松的环境，因为通货膨胀率较低，乐此不疲的客户排队等候机会涉足金融资产。金融业放松管制以及美国金融机构之间的竞争加剧，导致更多资源进入包括衍生品在内的范围广泛的金融工具中。如第一章所述，在美国存在大量寻找"归处"的集资池，但归处已不像20世纪50年代那样安全。当坐拥大量资金时，投资组合经理们冒险成性，他们都在寻找超常收益率，所冒风险就更高，投资组合经理们的动态竞争博弈也就变得更加激烈。事实上，专业经理人获得敞开头寸，希望打败其他技术水平较低的交易者，并不满足于仅仅获得交易佣金。存在这样的风险：这种侵略性手段和追逐市场份额的做法，可能蒙蔽专业判断并降低信用标准。这又是一个道德风险的问题，每个银行经理都在和他的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同事竞争，他非常清楚，如果他不与潜在客户"签约"，则其他银行经理就签了。如同第二章所提到的，在存在大量流动性和投机的市场中，个体理性不一定能汇集成集体理性。在需求面上，受到高杠杆的吸引，大量资金涌入衍生品交易，当交易巧妙时，就获利丰厚。然而，这些金融工具也以"大规模杀伤性武器"而闻名。

衍生品交易的指数增长如何影响金融市场的稳定性？大部分人士认为，这将导致更大的市场波动性。如第六章所讨论的，严重的会计缺陷浮出水面，衍生品暴露或负债并不出现在平衡表中。例如，长期资本管理公司(LTCM)拥有超过13亿美元的衍生品暴露，但直到令人恐惧的金融灾难爆发之前，也没有被揭露或为人所知。在这种情况下，评估风险暴露比较困难，因为会计实践所产生的关于金融健康状况的观点是晦涩的。长期资本管理公司不仅没有披露重大不利事件，还采取了高风险的投资策略。美联储做出这样的评论："长期资本管理公司表示，它这样寻找高收益率：确认不同金融工具相对历史标准的价格偏离，然后在这些金融工具中持有高杠杆头寸，指望市场价格随着时间变化会回复至标准位置"[参见格林斯潘(Greenspan，1999)]。长期资本管理公司在实施这种策略时，采取了非常大的头寸，有些还是在很小和缺乏流动性的市场中采取的。长期资本管理公司的债权人对公司的高风险策略缺乏理解，而偏向于信任该大公司的名声。这一美国金融巨头的垮台震惊了美联储，从而促使其采取更大行动。他们这样表达他们的担忧："另外，长期资本管理公司在运作时持有高杠杆水平，联邦政府要对那些谨慎失察的基金的债权人和交易对手们负责，评估这些公司在管理它们的风险时采取的措施。这些评估表明，它们在与长期资本管理公司交易时存在重大缺陷，以及——尽管程度小一点——在和其他高杠杆公司交易时亦是如此"[参见格林斯潘(Greenspan，1999)]。因此，美联储表示了对它自己不尽完美的监督能力的担忧，这将允许金融旋风从一开始就肆虐开来。



衍生品交易危险的另一个最近的例子来自东亚。尼克·里森(Nick Leeson)击败他的雇主——巴林兄弟公司(Baring Brothers)——的能力，被证明来自沉静但致命的衍生品交易。一旦这样的大公司"失败"，就会有来自管制当局的喧闹声，要求救援这些"太大而不能倒闭"(too big to fail)的公司。何以如此？因为存在这样的担忧：整个金融业可能"沉没"，或至少出现大量的脱媒，以窒息实体经济活动。但是，最后贷款人角色和来自政府的支持只会鼓励道德风险。由于相信在发生危机时，美国政府——进而纳税人——将拯救他们，所以大型金融机构中的投资组合经理可能屈服于诱惑而承受高风险。在第六章，我们考察了安然公司的案例，得出这样的结论：公司官僚体系都太乐于承受大量风险。

对衍生品交易的担忧的焦点集中于市场波动是否增加，以及商业周期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否突出。就某种程度而言，衍生品交易吸引了信用等级较低并且偏好风险的边际借贷者，这一担忧是有根据的。交易者希望市场波动，而伴随非预期的资产价格波动，存在不可避免的风险。考虑到金融机构希望产生更多流动性和/或更大的波动性，并且为了达到这些目的，信用标准被妥协，美国金融系统很脆弱。金融杠杆的强化仅仅使得执行有效货币政策的任务变得复杂。这部分解释了，为什么美联储向市场宣布货币政策立场的转变或现行货币政策基础——以使高杠杆交易者无意识地完全陷入的可能性减小。美联储不想导致市场情绪剧烈变化，而是逐渐调整以维持一个有序的市场。

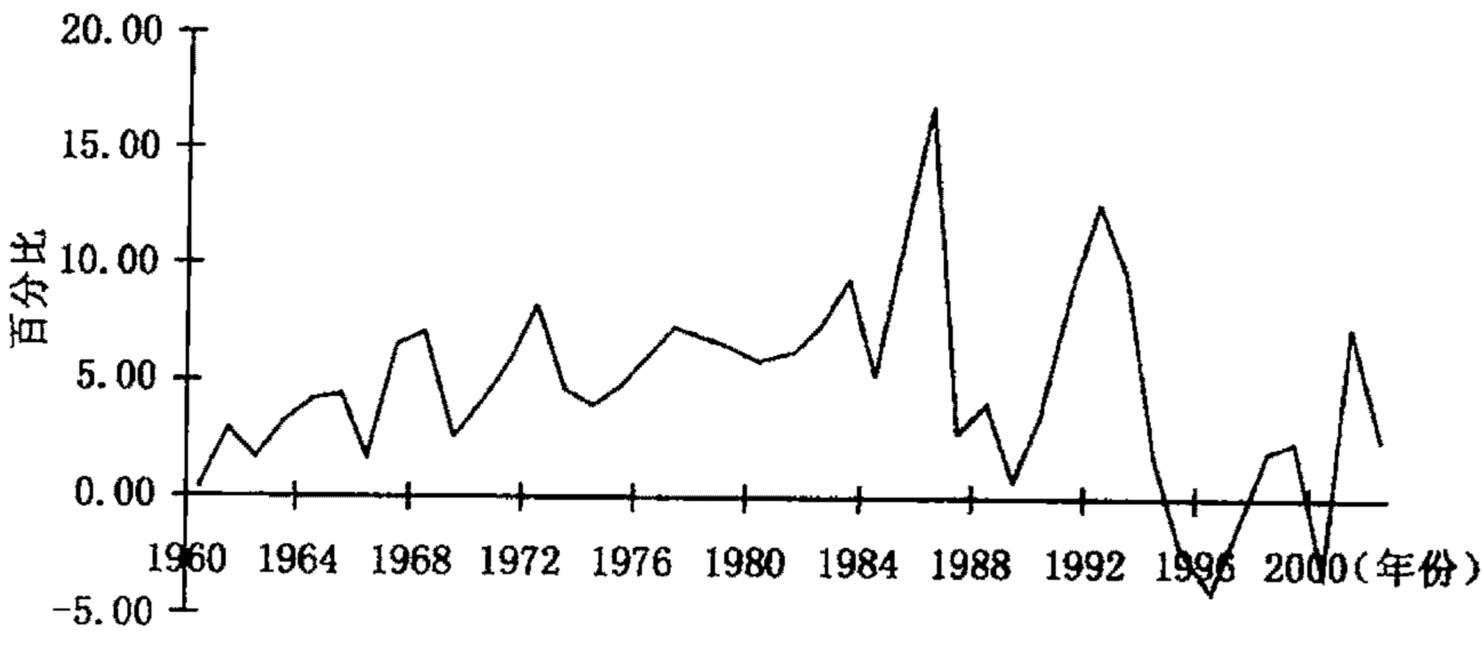
技术和创新

即便美联储有很好的理由来遵循货币供应目标制，然而货币目标制的执行比经济学理论所预示的要困难得多。随着支付和账单结算系统变得更加有效，家庭和企业交易也变得更加有效。技术进步减少了对货币的需求，增加了货币流通速度。1960～1970 年间见证了稳定的货币流通速度和对 M1 的可预期的需求。然而，在 1973～1980 年期间，由于更好的现金管理措施抵消了其间较低的和/或负的实际利率的影响，从而货币流通速度加快。因此，货币需求——M1——下降。如图 8.1 所示，在 1965～1972 年期间，M1 的增长率波动较大，在 3%～9%之间；在 1972～1974 年期间，M1 增长率大幅下降。因为美联储低估了金融业机构的变化速度，美联储系统性地过度供应了货币。通货膨胀是美联储误操作的副产品。如图 8.1 所示，10 年时间逐渐过去，M1 波动幅度加大——自 1983 年以来，它变得极端飘忽不定。到 20 世纪 90 年代中期，M1 增速大幅下降。无须赘述，M1 飘忽不定的本性和不可靠性，使得其在美联储的眼里成为一个糟糕的货币指标。

1980～2003 年期间，M1 不断波动且流通速度下降，因为放松管制，使得在支票账户中持有现金的机会成本下降。因此，M1 需求变得既不稳定，也不可预测。在 20 世纪 70 年代，在货币需求的不稳定性增加的环境里，美联储承受短期压力去降低利率。无疑地，1974 年和 1978 年的石油危机对美国的物价水平和利率产生了向上的压力。货币目标被提交给国会，其合理性也在破裂中远离。在 20 世纪 70 年代经济的内部和外部双重压力下，利率目标成为可接受的政策策略。

1983 年，货币政策策略发生了变化，美联储转而盯住 M2，但相对于借入准备金，美联储偏好于非借入准备金，因为 M2 的利率弹性比 M1 要低[参见马奎斯(Marquis，1996)]。这一变动有其成本：利率表现得更加波动，最终导致特定的 M2 目标被遗弃。因为 M2 波动大(如图 8.2 所示)，在 20 世纪 80

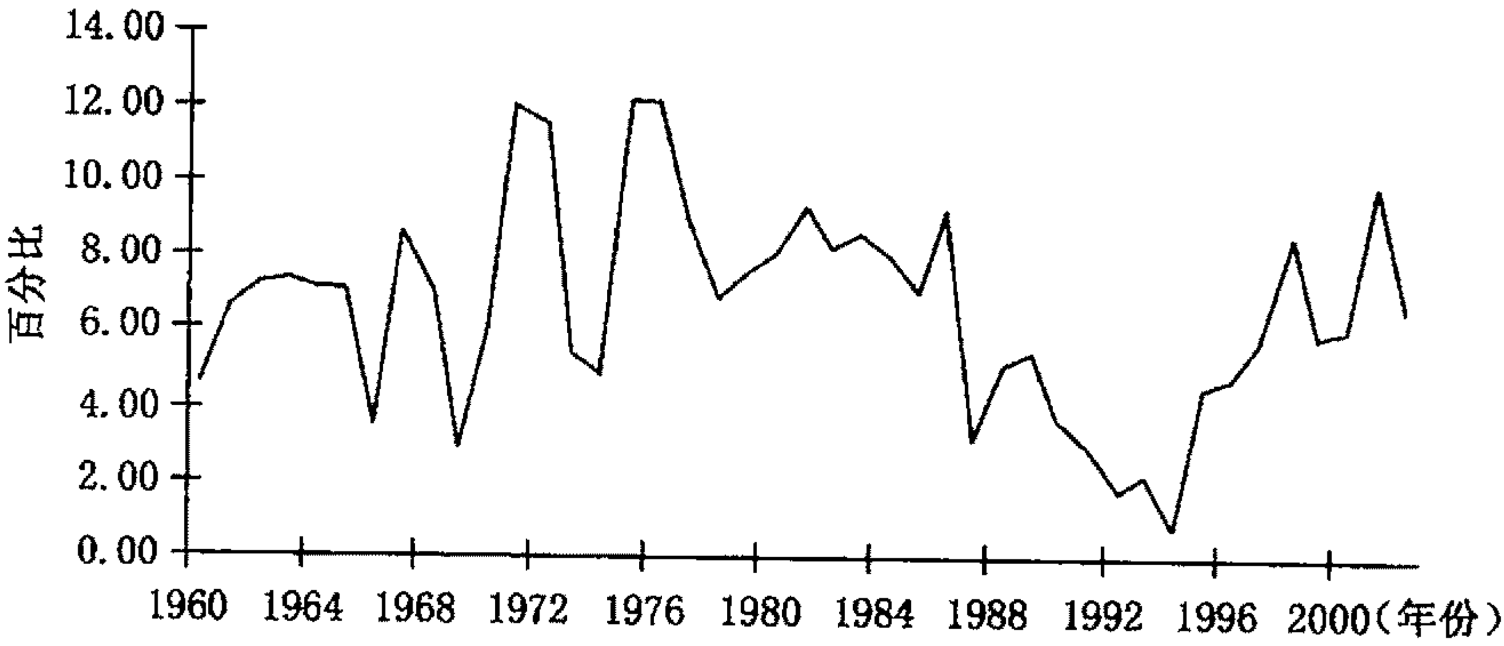
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：美联储。

图 8.1 M1 增长率(1960～2002 年)

年代再次发生利率目标制(联邦基金利率)的回归。事实上,M2 增速自 20 世纪 80 年代中期以来直到 1993 年持续下降。只是在 1993 年之后,M2 增速才开始上升,并且其增速事实上比名义国内生产总值的增速还大。公开市场操作得到实施,利用非借入准备金将联邦基金利率维持在预定目标附近。因此,利率目标成为美联储的首要目标。然而,在 1993 年之后,M2 井喷,最近几年,M2 增速达到平均 8%。很明显,这与自 1993 年以来的国内生产总值和股价双双增长有关。



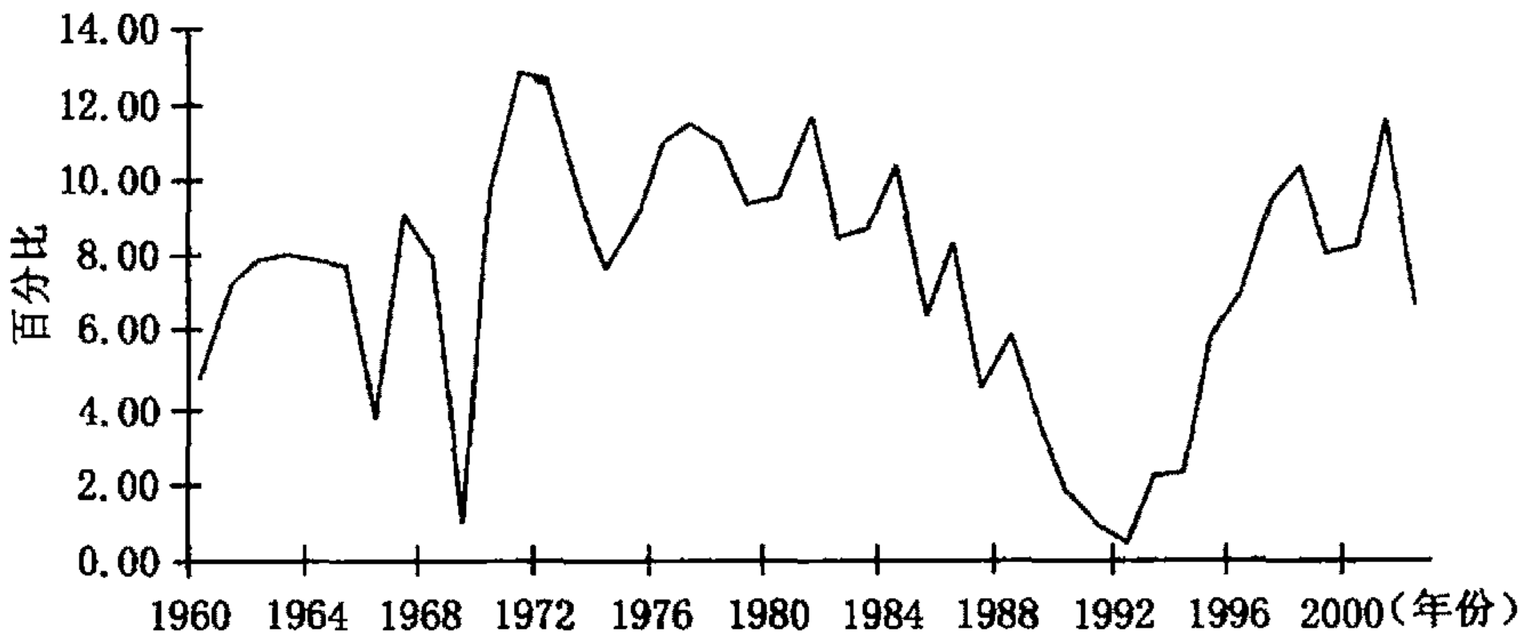
资料来源：美联储备。

图 8.2 M2 增长率(1960～2002 年)

如图 8.3 所示,M3 增速在 20 世纪 80 年代下降,到 90 年代又加速上升,超过国内生产总值的增速。1993 年之后,M2 和 M3 的增速均较快——这助推了经济增长和股价上涨。正如美联储所称:"银行信贷的强劲增长奠定了本年 M3 加速上涨的基础。存款机构发行了大量定期存款和其他可控负债,以筹措资金、扩充贷款和有价证券组合"[参见格林斯潘(Greenspan,2000)]。美联储承认,货币供给增长的"上频带"(upper band)确实助推了股市繁荣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，如图 8.2 和图 8.3 所示，货币供应增速（迅速加速）是非常令人震惊的。就票面价值而言，股市繁荣以一个强流动性市场为基础。



资料来源：美联储。

图 8.3 M3 增长率（1960～2002 年）

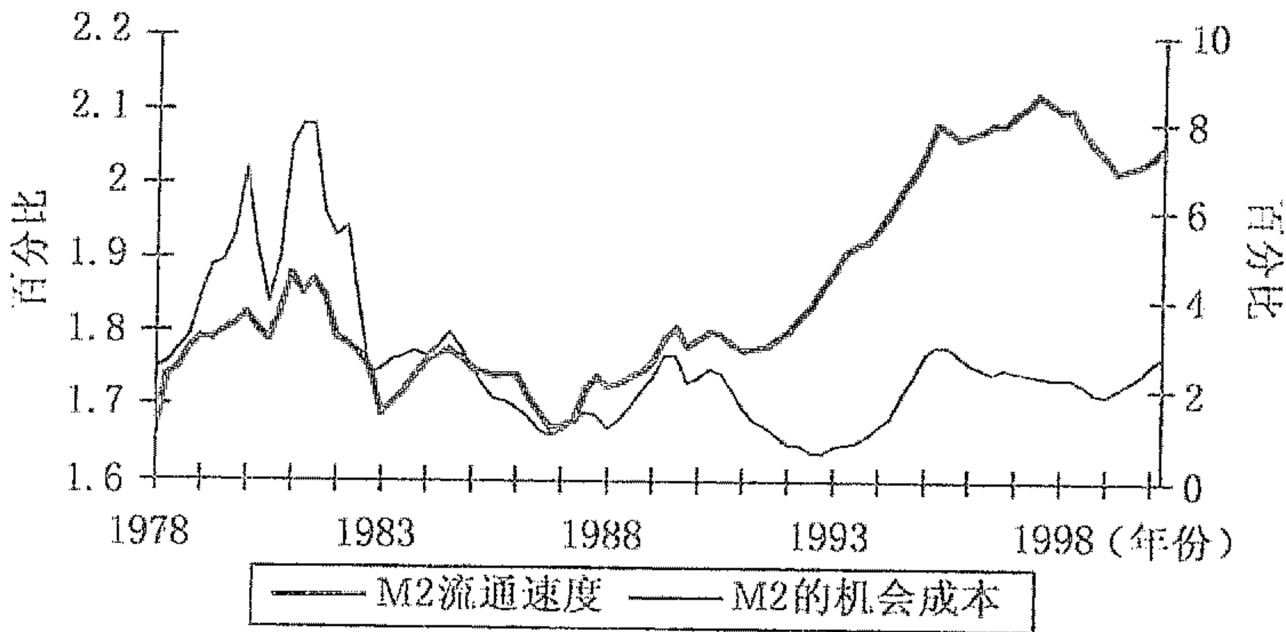
其他力量也在起作用，改变了货币总量增长率，从而改变了这些政策的重要性。通过给使用者带来方便并减少"零用"现金的需求，信用卡的更多创新影响了货币需求。自动取款机（ATM）24 小时开放，代替了任何预防性需求动机。因此，美联储也需要警惕这些影响货币总量增速的"混杂力量"。

货币政策的有效性

如果货币需求是稳定的，则美联储可以相应地改变货币供应。事实上，货币主义信条和货币目标制主要依赖于货币需求的稳定以及不变的货币流通速度。正如之前所讨论的，货币需求的不可预期性严重削弱了美联储影响实体经济的能力，所需的货币扩张晦涩不详。不得不选择一个合适的货币总量，也是一件麻烦事。如上所述，近年来 M1 变得不稳定，而 M2 似乎更可靠一点；但即便如此，到了 20 世纪 80 年代中期，M2 也不得不被放弃。如图 8.4 所示，M2 的流通速度已经偏离了历史标准——尽管在 1989～1992 年期间，持有 M2 的机会成本大幅下降，但 M2 的流通速度仍大幅上升。在 1995～1996 年，偏离再次发生。考虑到在 20 世纪 90 年代，M2 的流通速度大幅增加——其寓意是一把双刃剑。第一，货币总量作为一项货币工具的可靠性，在美联储的眼里已经下降；第二，MV＝PY 的关系式更可靠——货币量乘以流通速度等于更高的名义国内生产总值（价格乘以收入）——并且经济活动不仅仅来自 M 的刺激。股价享受这一疯狂旅程。

事实上，还存在其他原因使美联储不能完全驾驭货币政策。银行准备金和货币供应之间的关系并非一成不变，而是趋向波动的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：美联储。

图 8.4 M2 波动和机会成本

换言之，货币乘数弹性不断变化。即便美联储为银行系统设定了最低准备金的标准，但银行自己也可能选择持有超额准备金以作为任何储户挤兑的流行性预防。其他的信用产生过程中的漏洞发生于，当非银行公众要求更大的流动性或从银行系统提出资金之时，这降低了货币乘数的力度。如之前所述，流通速度也是不时波动的。

即便美联储清楚知晓自己想瞄准什么经济变量，它也不能直接达到这些目标，而只能利用它可以利用的工具——公开市场操作、法定准备金以及贴现率——来间接达到。美联储借助利用中间目标（货币总量或联邦基金利率）来达到最终目标（产出、通货膨胀和失业）。这一程序链绝非紧密的或稳定的，因为自货币工具到最终目标，影响力的传递会受到不断渗漏、不确定性和随机冲击的困扰。如果经济受到几波持久性生产率提高的冲击，则合适的货币政策响应是适应这一波动。然而，如果对影响休闲和储蓄分配的决策的偏好的冲击是临时的，美联储则不应干预。

货币政策的有效性也受到识别和影响滞后的制约。如在第七章的“有哪些经济指标？”部分所讨论的，就陈旧的数据以及对现在经济处于商业周期的哪个阶段做出判断而言，美联储事实上是在后视镜中观测的。关键经济指标是估计的，而且常常在数月之后遭到修改，这事实上可能使得之前做出的政策决定遭到怀疑或更改。影响滞后是不确定的，并仅仅使得货币政策的时机变得复杂。根据货币主义理论的说法，货币就像火：不要玩火。

如果美联储在寻求产出—失业均衡时过于热情，则它就必然面临公众信任的问题。这一两难困境即动态不一致假说，该假说认为，美联储偏好制造通货膨胀：在经济行为人已经形成他们的预期之后，美联储有激励通过扩张货币供给去“作弊”。因此，可以得到产出的一次性上升，但是其代价不仅是央行的名声，而且公众（工薪阶层）对于相机抉择的货币政策偏向通货膨胀的意识也会增加。央行和公众之间的这一不信任，阻碍了资本形成的长期承诺。潜在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“欺骗和偏袒”的解决之法是，剔除货币政策制定者的相机抉择权力，而依赖于货币总量增长法则。然而，美联储积累了多年的信誉，并没有屈从于追求理论上的短期产出增长的诱惑。此外，如之前所讨论的，近年来，货币目标制被证明是不可靠的，所以不变货币增长法则在实际中实施起来将会比较困难。

盯住利率还是盯住货币总量？

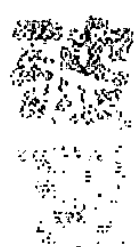
由前面的讨论可知，因为一连串的原因，货币目标制很明显失败了。哪种货币供给？收入和利率的上升及下降，使得货币供给变化的影响减弱。尽管如此，在理论上，美联储可以在货币目标和利率目标之间做出选择。例如，如果实体经济受到真实的总需求扰动的冲击，则合适的货币政策应该致力于盯住货币总量。如果是临时的偏好或生产率冲击导致商品市场不稳定，则美联储应该瞄准货币供给。然而，如果生产率冲击在本质上是持久性的，则该冲击应通过增加货币供给来被适应。相反，如果实体经济受到短暂的冲击，则合适的货币政策响应是盯住利率而不是货币总量。因此，货币市场的冲击（例如，货币需求不稳定）应该以利率目标来对应，以便保持经济接近充分就业的产出水平。

通过利率策略盯住通货膨胀率，被反映在泰勒法则中。在该模型中，联邦基金利率是四个因素的函数，下面的公式阐述了泰勒模型：

联邦基金利率＝目前通货膨胀率＋实际利率
＋0.5×（通货膨胀缺口）＋0.5×（产出缺口）

因此，如果目前通货膨胀上升、通货膨胀缺口加大或产出缺口加大，作为回应，联邦基金利率会上升。然而，这里涉及很大程度的主观性，因为实际利率常常被假定为2%（历史平均水平），并且美联储选择盯住通货膨胀率，因此可能受政治影响而变化。再者，0.5和0.5的权重也是主观的。如果美联储偏向于抑制通货膨胀，则通货膨胀缺口的系数就该选择为1。没有证据显示美联储实际上采用泰勒模型来设定利率水平，但泰勒（Taylor，1998）的确提出证据表明，该模型很好地拟合了1980～1990年的数据。泰勒称赞，20世纪80年代和90年代的美联储抑制通货膨胀的措施比70年代的更有效。用他的话说，“政策错误”少了。无疑地，美联储调整短期利率以回应通货膨胀率的上涨，但是当其面对偏离潜在产出时，其回应并不明显。

正因为货币目标制的缺点被知晓，我们不应得出这样的结论：利率目标制在任何环境下都更优。即便货币市场的冲击得到避免，货币流通仍存在内置负效应：内生货币创造导致流动性溢出至资产市场。在充满流动性的经济中，货币需求可能上升，从而迫使美联储适应。内生货币创造波动可能导致



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活跃的经济，将收益率保持在短期利率之上——因为美联储承诺盯住短期利率。倘若通货膨胀的确抬头或加速，这一货币扩张可以继续无限期地执行。如本章后面将讨论的，我们有理由相信，操纵利率并不是短期内抑制通货膨胀或提高产出的万灵药——其响应可能很弱。

投资和消费还会通过其他渠道受到影响。这其中包括银行平衡表的健康状况、银行信贷政策、公司价值净值以及经济行为者的预期。换言之，来自资产市场的财富效应可能淹没来自货币市场的货币效应。前者是一个存量概念，而后者是一个流量概念。

货币影响产出吗？

绝大多数经济学家都接受货币主义者关于在长期内货币为中性的观点，但也认为在短期内，货币可能会影响产出和就业。弗里德曼（Friedman，1968)并不否认，在短期内货币供给增长会对产出有实际影响，但认为存在较长并且易变的滞后，这使得政策制定者的监督变得非常困难，如果不是不可能的话。简言之，货币扩张是危险的，不仅仅是因为通货膨胀，而且因为不合时宜的货币政策会诱使未来更冒进的货币政策响应。另外，产出的最初上升是短命的，因而是不可持续的。长期内，只有资本存量和劳动力的增加以及技术进步可以促进产出增长。在这一货币主义信条中，美联储的角色是监督货币供应按照不变速度增加，并且允许私人部门自行繁荣。这也就是说，解放生产力和改进效率，从而巩固利润增长。从理论上来说，货币政策影响产出增长的渠道包括：预先限制现金，或预先设定价格（例如，合约）。另一个来自卢卡斯（Lucas，1976)的解释是信号获取问题。生产商对他们自己产品的价格更清楚——而不是总体价格水平——因此当他们相信相对价格变高时，就会被“欺骗”去生产更多的产量。



The World Classics of Investment

有关货币—产出之间关系的证据是清晰的，但它们之间因果关系的方向却不清晰。事实上，大部分实证证据支持如图 8.5 所示的货币—产出关系。这并不令人惊奇。然而，有关此因果关系方向的争论仍在继续。一些研究者——譬如金和普罗索(King and Plosser，1984)——称，当公司计划增加其产出水平时，他们增持货币以便用来购买更多的中间产品。消费者按照同样的方式行事。因此，货币需求的增加诱使货币供给增加。完全可能是这种情况：货币增长快于产出增长，却不是产出增长的驱动力。来自凯恩斯主义的观点认为，货币增长之所以是内生的，原因是经济活动增加了对货币的需求，这就导致美联储相应地增加货币供给。这里讲述了货币增长为什么是内生决定的两种理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

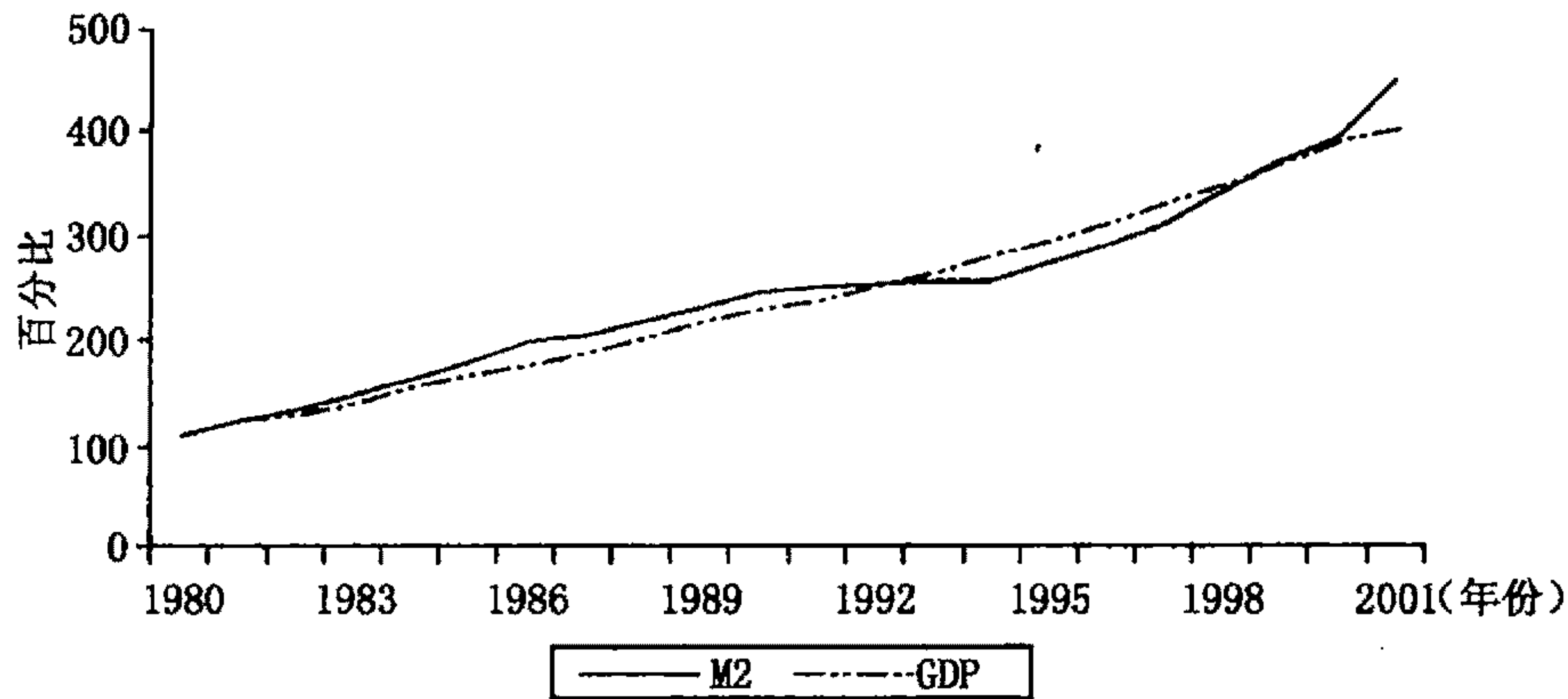


图 8.5　美国:国内生产总值和 M2 的增长率(1983～2002 年,1983 年＝100)

其他一些经济学家主张外生理论。弗里德曼和施瓦茨(Friedman and Schwrtz,1963)的研究得出结论:因果关系的方向是从货币到产出。罗默夫妇(Romer and Romer,1994)也发现,货币政策严重影响了经济的实体部门,而不是相反的关系——因为衰退发生在重要的货币紧缩之后。库克和哈恩(Cook and Hahn,1989)也得出结论:美联储公开市场操作只在非常短的时间内影响利率——这一观察结果和实体部门的发展不符。

货币传导机制的渠道

关于货币政策如何影响产出(或者准确地说,收入),存在多种思想学派。货币传导机制(MTM)不止一种,而是有多种渠道。对美联储来说,和政策相关的是每个渠道的非意愿的副产品:通货膨胀、滞后性和财富创造。美联储不仅应关注收入流量,而且应关注财富存量的逐渐变化。这是为什么呢? 其根本原因是,货币政策的效力在充满财富的经济中减弱。在充斥大量中产阶级的环境里,利率上升对消费的净效应在某种程度上是不确定的。更重要地,拥有可观的但尚未实现的资本收益的企业和家庭的平衡表的健康状况,决定了高利率对经济活动和通货膨胀的短期影响。在美国,大量逐渐积累的纸上财富是利率目标制的直接后果。

第一,弹性分析法强调利率渠道和汇率渠道。前者聚焦于利率变化对投资和耐用品消费的影响,而后者聚焦于汇率变化对出口的影响。在消费层面,消费者欢迎低成本或低利率贷款的环境,并且相应地做出回应。在供给层面,投资者欢迎低成本的资本,因为现金流压力减缓,并且更重要地,资本的收益率和成本之间的鸿沟变大了。以美国为例,该渠道似乎在刺激总需求上是有效的。然而,日本在 20 世纪 90 年代的经历则相反;即便资本成本以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史标准"看起来"便宜，但收益率甚至更低，所以新投资的激励很低。投资的边际效率比利率还低。实际利率"看起来"也很便宜，但是出于对资本损失的担忧以及任何重大资产价格通货膨胀的暗淡前景，所以没有太大的紧迫性将投资调整到长期资产中，信贷需求不大。换言之，其他因素淹没了这一传递渠道的效力。

第二，货币主义者关于货币传导机制的观点聚焦于货币数量论和现金平衡效应。当经济行为者根据相对价格和边际效用的变化来调整他们的投资组合时，更广义的货币传导机制是明显的。过多的流动性通过扰乱投资者的投资组合而导致所有资产价格上涨。作为回应，经济行为者发现他们拥有过多现金，故哄抬资产价格，直到所有回报率相等为止[参见梅尔泽(Meltzer，1995)]。货币对产出有直接效应。

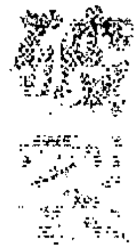
关于货币传导机制的第三种观点是信用渠道，其中包括银行贷款，即央行执行影响银行存款和信用创造的政策。信贷供应受到影响，银行出现脱媒。这是银行资产负债表渠道(bank balance sheet channel)。银行确实变得更具防御性，它们以企业和家庭为代价来关心它们自己的获利能力和资产负债表。非对称信息使得事情异常复杂——信贷需求者比银行更了解自己的金融状况。美联储采取的低利率策略可能给银行带来横财——因为在通涨紧缩时期，通过购买政府债券来修补平衡表以及贷款给私人部门而不增加暴露可能是低风险策略。

这一资产负债表渠道的一个变种是，外部融资溢价(external finance premium)——通常高于任何内部融资渠道。就像更高的利率降低了公司净价值一样，外部融资溢价亦是如此[参见伯南克和格特勒(Bernanke and Gertler，1995)]。资产价格暴跌损害了公司的资产负债表，并对现金流有不利影响。更高的利率溢价和限制信贷减弱了经济的活力。破损的银行资产负债表和公司资产负债表的致命互动，在信贷螺旋式下降中达到顶峰。

银行的谨慎和低风险贷款政策可能有助于修补银行资产负债表，但不会重新刺激总需求或资产价格。在这里，存在这样的两难困境：疲软的资产价格导致出现更多表现不佳的贷款，这反过来削弱了银行平衡表，又更进一步降低了放贷信心。收入增长崩溃，进一步压制了资产价格。这是金融脱媒最坏的情况，此时货币传导机制反向运动，银行的理性行为使得经济实际收缩。

对家庭资产负债表的损害，也导致总需求的相同类型的收缩。抛掉资产时的高交易成本以及普遍的低流动性，导致消费者和储蓄者偏好现金。还本付息成本意味着资产负债表的修复。负的财富效应对经济产生严重损害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



货币影响股价吗?

布拉德福德·德隆(Bradford De Long)在一篇文章中强烈谴责了“庸俗货币主义”(Vulgar Monetarism)的概念，他叙述了——并且可能是“解释”了——美国股价的疯长。如图 8.6 所示，货币和股价的相关性似乎很强，但德隆争论的问题是，选择“哪个”货币总量？图中使用了 M3——但为什么优先选择 M3？该作者倾向于认为，货币主义者对美国股市做出的解释遭到流动性基础的强烈损害。所有的股票经纪人均赏识货币流动性在促使股价走高中的汹涌动力。不幸的是，经济学家远非如此。对于 20 世纪 90 年代的股市繁荣，没有其他变量比高涨的货币流动性解释得更好。为何美联储允许货币供应增速暴涨？部分是因为盯住货币总量策略被抛弃(由于波动性)，以及利率目标制被认为在驾驭经济活动中是有效的，并且其对资产价格也有次要的作用。与此恰恰相反，货币供应增长较之利率变化对经济活动和股价有更大的影响——特别是 20 世纪 90 年代初以来。再次强调以前做过的论证——放弃货币目标制有其成本，例如，过多流动性找到了进入资产的途径，从而推高资产价格。后面我们应会看到，尽管利率变化在 1990 年之前有力地影响了股价，但其影响力在 1990 年大大减弱。无论是庸俗的还是不庸俗的货币主义，事实依然是，过多流动性导致了美国股市泡沫——超过了可持续程度。我们可以从图 8.6 中看出，M3 的加速伴随着股价的暴涨。股市崩溃后的 M3 的持续增长(格林斯潘精心调配的管弦乐)导致股市在 2003 年反弹了 30%。

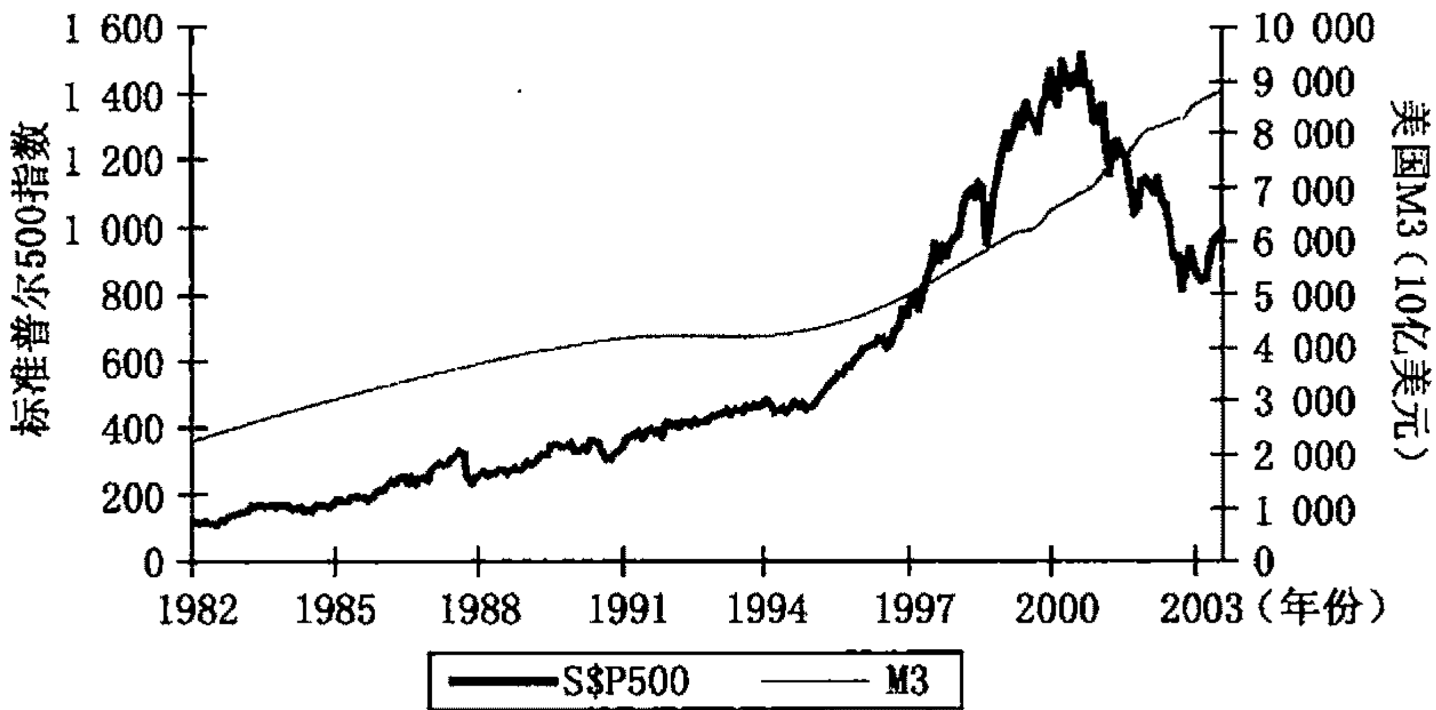


图 8.6 标准普尔 500 指数走势和美国 M3 水平

在股市泡沫破裂之后，美联储求助于大幅削减利率，其对经济和实际国内生产总值增长的影响非常迟缓——直到 2003 年 10 月才变得适中。然而，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储通过大规模货币供应扩张来配合利率的削减——经济系统中浸满了货币，并且"现金就是垃圾"（cash is trash）。格林斯潘促使经济行为者将现金全部投入资产中，自伊拉克战争"结束"以来，股价慷慨响应。在这一"特殊时期"——低利率使得股价短期内升至高位，但股价的长期可持续性源于货币供应的可持续增长。

利率：对产出有多大影响？

如同我们在前一部分所强调的，存在多个货币传导渠道，而不是一个，因此在一个放松管制和开放的信用市场里，货币政策的基础——依赖于利率变化来驾驭经济活动——非常危险。在热烈和异常分化的信用市场（希望放出贷款）中，个人和公司可以找到减弱货币紧缩影响的方法。资本成本并不是商业计算中的唯一标准。因此，其他影响，譬如财富效应和金融业的行为，严重影响流动性和放贷，从而可能抵消任何利率的效力。例如，在繁荣时，收益率可能比利率上升更快，因此银行放贷增加。相反，在通货紧缩性衰退时，收益率比利率下降更快，银行放贷可能崩溃。即便利率变化可能是放贷和经济活动的变化的更好指标，但其效力仍可能被通货紧缩环境中信用可得性淹没，从而严重影响所有资产负债表——银行、企业、家庭皆是如此。因此，在美国这种富裕的国家中，财富的非预期变化，而不是资本成本变化，可能在影响经济活动上更有力。美联储最近承认，财富效应在影响消费支出上可能很重要，因为家庭财富卷入股市的比例增大了一些。这就像20世纪20年代一样，家庭的命运和财产同股市敞篷车绑在了一起。

在以前的信贷紧缩时发生了什么？在20世纪60年代和70年代，地方银行经理说"No"的时候，他的意思就是No！信贷是配给的，有数量限制。当有严重的货币紧缩发生时，就安排混合贷款（cocktail loan）。含蓄地说，货币政策将货币创造过程变为反向，并且收缩信贷的可得性，这在短期内紧缩产出和通货膨胀上是有效的——仅仅数月。不错，经济活动遭到压制，但可取之处在于，衰退是短时之事——短期剧痛。在这一货币总量体制中，货币政策的效力没有遭到怀疑——尽管其影响很粗糙。然而，随着金融业放松管制和使用利率目标制的到来，货币政策的效力大大减弱。整个利率结构不得不在旧的货币总量体制上升很多时，才能产生相同的抑制影响。何以如此？一个原因是，银行可以通过重新安排它们的资产和负债组合，来规避美联储的紧缩或规定。它们也可以到国外寻找资金。毕竟，当今银行是差价贷款者——利率高低并不重要，重要的是它们从借款和贷款之间得到的差价。在这一"浮动市场"中，银行可以寻求将美联储的利率结构传递给客户。这是货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币政策偏误的第二个原因。银行客户也喜欢通过高利率贷款来避免美联储的规定，从而满足他们未解决的合约，同时将它们的高利率传递给它们自己的客户。整个弹性链条将决定这些“传递”行动的效力如何。美国商业经常抱怨，当美联储实施货币刹车时，没有体会到合约对于促使经济活动在几个月内保持在美联储预测的水平之上的重要性。

总而言之，利率目标制下的刹车距离要比货币总量制下的远很多。现在基本上是个货币超市，在其中，银行和非银行公众有很多途径可以避免货币法规，因此，弗里德曼所说的长期的并且易变的时滞，在利率目标制下更加致命，并且更可能导致美联储在中期做出反应。宏观经济管理的后果是很严重的。不仅实体经济可能更长时期地过热，而且经济中会产生过多的流动性溢出资产市场。因此，可能存在奇怪的共存现象：一方面利率上升至相对较高的水平，而另一方面货币供应增长仍保持活跃。在这一情形下，高利率可能最终抑制商品价格通货膨胀，但没能吸收足够的流动性来限制资产价格通货膨胀。我们有根据这样说：美联储陷入了一个货币政策陷阱之中——存在政治力量和社会力量反对“过度的或太长久的紧缩”。向前看的投资者知道，在货币刹车被锁定时，资产价格仅仅会疲软很短的时间——当紧缩预期不久结束时，资产价格将加速上涨。这一信念也包含一种道德风险，投资者打赌，美联储将只抑制商品价格的通货膨胀。一旦商品和劳动力市场得到冷却，投资者就知道，妨碍资产价格复苏的障碍已经接近了零点。相反，旧式的信贷紧缩通过严重信贷紧缩导致资产价格下降，并且将资产价通货膨胀的预期挤出体系。美联储提高了利率，但没有吸收掉货币流动性，使得资产市场得以继续上行。

利率：对股市有何影响？

正如本书中不断陈述的——股价受到收益率的驱使。也就是说，每股收益是最主要的基本面。然而，如我们将要看到的，中期内利率改变是股价的主要驱动力。西格尔（Siegal，2002）清楚阐述了，利率改变对股价影响的效力。他援引1955年以来的证据，分别使用3个月、6个月、9个月和12个月的滞后数据（如表8.1所示）。在1955～2001年期间，存在不对称的影响力——因为利率下降在促使股价上涨时，比利率上升在抑制股价上涨时有更大的影响力（弹性更大）。利率上升常常削弱购买股票的热情，在最初的6个月里，股价有时会下跌或走平。相反，在短期内甚至在长达12个月里，扩张性货币政策（通过削减利率）有非常高的影响力。也许货币当局可以去推一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根绳子[1]！

表 8.1 利率和股价 （单位：%）

	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月
1955～2001 年				
增长(99)	1.2	2.9	5.9	7.4
下降(99)	5.3	9.7	12.4	16.6
基准点[a]	3.0	6.1	9.1	12.2
1960～1969 年				
增长(22)	−1.2	1.2	1.4	2.6
下降(17)	3.5	6.1	7.4	8.6
基准点[a]	2.2	4.1	6.2	8.4
1970～1979 年				
增长(29)	−1.9	−1.2	3.7	4.8
下降(26)	6.5	11.1	13.8	17.7
基准点[a]	1.9	4.3	6.7	9.3
1980～1989 年				
增长(16)	3.9	4.2	9.1	8.6
下降(23)	6.5	12.9	14.9	21.1
基准点[a]	4.3	8.8	13.0	16.9
1990～2001 年[b]				
增长(14)	3.2	7.1	8.8	13.1
下降(25)	4.0	5.4	7.4	10.5
基准点[a]	3.4	6.8	10.4	14.4

注：a 被选样本在所有时期的平均值。

b 假设标准普尔指数在 2002 年大体走平。

资料来源：西格尔(Siegal，2002)，第 193 页。

根据这一证据，利率变化在影响美国股市上的效力是毋庸置疑的。即便滞后影响也似乎是可信的。然而，削减利率的影响似乎减弱了(1990～2003 年)，不对称性也减弱了。这可能是前面提到过的高度放松管制时期的反映，货币价格不再是投资者不可克服的障碍。第二，经济中充足的流动性(M2)也可能会抵消利率变化的效力。第三，迅速积累的美国财富，使得"货币价格"的货币政策在挤压 20 世纪 90 年代末发展起来的资产价格泡沫上，面临很大困难。流动性也不得不被吸收起来。第四，在 1999～2000 年利率上升时，股价——特别是科技股股价——仍保持上涨。这部分是因为，科技狂热和相关投资是利率不敏感的——至少投资者会这样认为。第五，尽管销售和

〔1〕 原文为"push on a string"，引自经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)著名的比喻。意思是，货币政策不能强迫经济体中的消费者过度消费或投资，即便政府采取宽松的货币政策，使得消费者手中拥有了更多的钱。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润在短期内受到极大影响，但投资者并不担忧资产成本的少许变化。另外，国外资本匆匆涌入美国债券市场，因为美国利率更高，并且因为资本收益在利率周期处于低位时将达到顶峰。这使得美国经济在一时期内充满流动性。

结 论

美联储像其他机构一样，被迫适应它运作于其中的经济环境的变化。最近30年来，货币政策的制定和实施面临很多挑战。波动的货币总量阻碍了对货币目标制的使用。变化中的银行和家庭行为也使得执行货币政策变得更加复杂。储蓄者将资金转移出银行业，银行的脱媒趋势弱化了整个银行系统的信用创造过程。随着科技被更多地使用到金融业以及更大范围的经济中，旧有的实证关系消退。随着美国变得更加富裕，也随着货币增长暴涨，资产价格泡沫发展起来了。因此，货币政策的旧支柱在这一变化着的金融土壤中颤抖不止。

尽管在预测金融业的变化上面临困难，预测更大范围的经济更困难，美联储的反应以及其在适应变化上的迟缓仍饱受广泛批评。结果是，美国经济可能遭受福利损失，因为过时的和不可靠的货币总量失去了其信息含量，从而误导了政策制定者。然而，放弃依赖货币总量而转向利率目标制，也减缓了美联储抑制经济活动和通货膨胀的速度。在这一大大放松管制的环境中，利率的上升（装上货币刹车）在短期内不会自动抑制经济。货币创造过程存在高度的内生性，这致使美联储的货币紧缩在一段时间内无效。更重要的是，这一货币政策的招牌助推了资产价值的上涨，因为充足的货币流动性刺激了股票市场的泡沫膨胀。

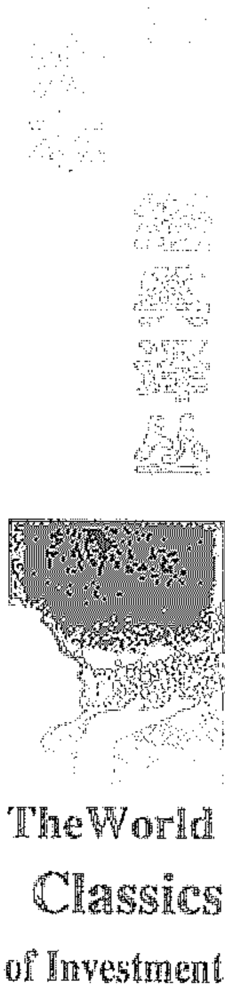
考虑到技术的快速进步和金融的不断创新，美联储想要赶上金融业现代化的步伐，这当中存在持续不断的挑战。证券化、衍生品交易的激增以及杠杆的提高，使美国金融系统对冲击的敏感度呈指数型增长。现存的管制网络可能已不足以确保变化着的金融行业的稳定和安全，旧衰退时期的分业经营已经减少，跨行业的金融公司再一次得到发展。即便不引进新的法规，美联储也不得不承认，它脚下的金融世界已经发生了剧烈变化。如前所述，不仅谨慎的监督面临持续不断的挑战，并且货币政策对经济活动和股价的影响也面临更加难以克服的挑战。美联储面临的最近一次挑战是，对付通货紧缩以及来自股价泡沫的负面效应。我们将在下一章考察，美联储主席格林斯潘对历史上和现在面临的挑战的想法和态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　评价格林斯潘时代：1987～2004 年？

引 言

新任美联储主席的选举将在 2004 年举行。对于谁可能继任的问题，已经有了非常多的猜测。格林斯潘在 76 岁高龄时还会再续任吗？尽管如此，对于谁是合适人选的问题，将会有很多的激烈争论，这里列举“合适”的几个标准：限制性条件、特别专业技术、技术技巧、在精英中的威望以及政治老练程度。无论谁接过这一棒，都必须去挑战格林斯潘那引人注目的纪录，也必须去面临一长串挑战——美国正在衰退中挣扎。本章将概括一些格林斯潘的经济和哲学背景，以期能够洞悉他制定政策时所采用策略的蛛丝马迹。他的所有观点都聚焦于如何用“干预主义”或曰“积极”的货币政策来确保经济增长，而又无损稳定。尽管美联储没有得到明确的授权来“盯住”股票市场价值，当道－琼斯指数在 1994 年、1996 年、1997 年和 1999 年触及高位时，格林斯潘以某种方法干预了股市，对于笔者来讲，这不是巧合。相反的情况也似乎是真的——在 1987 年、1998 年和 2001 年，当投资者恐慌的势头正在增大时，他干预并扶持了股市。



为什么格林斯潘能够容忍长时期的资产价格泡沫，这将得到考察。他驾驭市场和经济的能力也会得到纵览。重新考察他对传统经济范式的尊重，可以得到关于他如何制定和实施货币政策的一些有用见解。我们也希望找出他所犯的错误，如果有的话。最后，我们做出一个对格林斯潘时代的评价。这一时代很难得到评判，因为我们都非常认可和尊重格林斯潘的贡献和知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识。如果存在错误判断的话，那么人非圣贤，孰能无过。如果说货币政策缺乏高明的理论范式基础，那是因为在传统的知识体系中，“明确的共识”压根就不存在。并且，当然，剩下的任何批评都直接来自于美联储缺乏能力去控制庞大的美国经济的潮涨潮落。美国经济太大了，也太复杂了，以至于不能被“控制”。永远存在不能被人们或美联储驾驭的商业周期。因此，在评价格林斯潘时代时，抱有谦恭的态度非常可取。

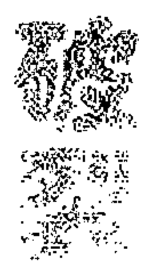
格林斯潘的背景

格林斯潘1926年出生在曼哈顿，是一个股票经纪人的儿子。早年他表现出对音乐的兴趣，但1950年在纽约大学拿到硕士学位时，他正式将自己的兴趣和热情转移到经济上。尽管他在20世纪50年代初考取博士(PhD)，但直到1977年才拿到博士学位。一直到20世纪70年代，他在股票经纪中介行业(在他自己的公司)的成功，让他获得了关于市场以及被使用的预测模型的许多知识，这使他能够向他的客户提供清楚的结果。他在他的私人工作中，获得了有关货币和市场的大量知识。

然而，格林斯潘也有一些公共性质的工作。在20世纪60年代末，他担任了尼克松总统的政策顾问。在1974～1977年期间，他也接受了极荣耀的职位——福特总统的经济顾问委员会主席。里根的获胜，使格林斯潘重返公共领域——国家社会安全改革委员会。他要对美国引进艰难的社会安全改革负部分责任。他提高了人们对美国预算过程、代际转移以及储蓄率在促使经济增长中的极端重要性的认识。

值得一提的是，格林斯潘在很多事务上都持有右翼观点——部分源于20世纪50年代在纽约大学时，他参与了由艾恩·兰德(Ayn Rand)领导的右翼智库/讨论团队。兰德是评判的思想家和社会哲学家，他鼓吹资本主义不仅仅是有效的，而且是道德的。财产权以及真正的公民自由，受资本主义和自由企业的保护。格林斯潘从来没有在这些核心问题上改变过他的想法，结果他反对大规模政府和过度管制。事实上，他非常信任私人部门的自我管制。

1987年，格林斯潘成为美国美联储主席。他要做得很好才行，因为沃尔克(Volcker)在卡特时代对通货膨胀的抑制得到了广泛认同。沃尔克在1979～1987年间担任美联储主席，其间充满功勋，特别是通货膨胀和利率在1980年之后双双下降。他赢得了华尔街、大街(Main Street)和华盛顿的尊重。因此，想要树立他自己的名声并赢得各种美国有权势的经纪人的尊重，格林斯潘有很高的坡要爬。在格林斯潘的任职晚期，他的确做到了，但他首先不得不面对他的第一把火——1987年的黑色星期一，股市在这一天暴跌508点。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

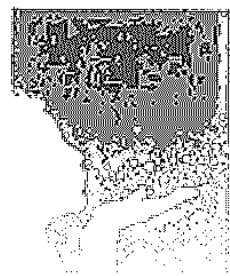
格林斯潘的经济哲学

为了理解美联储的政策动机，重视格林斯潘的思维方式是非常重要的。他的经济学观点是右翼的、保守的和新古典的。他对市场运作有极大的信心，即竞争导致效率，消费者偏好决定何为经济价值。他也相信，资产价格最好放任不管，由理性的经济行为者自行决定。这些观点影响了制定和实施货币政策的方式。他认为，把自己的观点——什么有经济价值，什么没有经济价值——强加于公民身上，不是政府的角色。

关于经济增长问题，他相信技术进步是首要推动力，收益率排在接近第二的位置。关于新知识的重要性，他承认，在促使美国经济增长上，思想压倒一切体力劳动。"近年来，美国科技改变的最主要的单个特征就是，我们的国内生产总值正在不断扩张地概念化，我们见证了在创造经济价值上，思想对实物的替代，这就像是硬件转化为软件"[参见西西利亚和克鲁克香克(Sicilia and Cruikshank，2000，第 214 页)]。例如，大量的商业从电子通信和信息技术革命中获益——促使单位成本下降。

美国的低储蓄率一直困惑着格林斯潘，因为这意味着低的资本形成、未来资本—劳动比率下降的压力以及对未来的生产率增长的制约。他声称："低储蓄率的危害不会马上显现，而是非常隐蔽，它削弱了我们所能得到的生产率提高；它逐渐危害我们在国际市场的竞争力；几年之后，它将导致生活水平较我们可能享受到的要低"[参见格林斯潘(Greenspan，1991)]。

他不仅担忧低储蓄率对美国未来的生产率有负面影响(也依赖于国外的储蓄率)，他还担忧退休金的资金来源。美国的社会保障养老金计划从某种程度上来说是缺少经费的，他利用这一事实来促使政府将预算剩余用来抵消一部分私人低利率所产生的效果。"我常常在国会会议上对持续的预算赤字对经济的腐蚀作用，以及未来数年我们的经济繁荣依赖于增加国民储蓄和投资能力的问题作证。赞成实施相当大的预算剩余的一个因素……是储备资源以满足现在正在工作的大众在退休后的需求"[参见格林斯潘(Greenspan，1990)]。



关于实施积极财政政策问题，他仍强烈反对任何微调经济的企图。这一观点是和他的关于经济增长的驱动力的观点相关联的，即促使经济增长的是实体要素，而不是政府对资源的再调整，或者对经济激励的抑制。他这样说道：

我认为，我们应该停止在短期内实施财政微调的企图，这种企图的最好可能性是我们不善于此，最差可能性就是反生产率的。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该试图聚焦于解决更长期的问题，在这一过程中，实施在经济上和政治上尽可能少的政策干预。我的观点是，如果我们想抑制伴随长期通货膨胀型增长的系统风险水平，我们就不得不放慢实施政府政策行动的步伐。

[西西利亚和克鲁克香克(Sicilia and Cruikshank，2000，第 6 页)]

格林斯潘在评论挤出效应时，更加尖锐和直率："赤字是已经开始从根本上销蚀我们经济强度的腐蚀力量。私人资本投资的融资被挤出，并且毫不奇怪，最近 10 年，较其他几个 G-7 国家而言，美国经历了净资本在国内生产总值中低比重的时期"[参见格林斯潘(Greenspan，1993)]。对格林斯潘来讲，这是一个关键问题，因为他视人均资本存量为促使经济增长和繁荣的关键力量。在参议院，他关于挤出效应的观点(相对于公共部门投资，他偏好于私人投资)受到多次挑战。他常常用有利于自己的证据回应，这一选择是资本主义系统中最引人注目的地方，并且高利率政策(通过挤出效应)仅仅阻挠他的货币政策。

为应对"9·11"事件以及自 2001 年美国经济陷入衰退，美国政府"重新实施"了财政政策，以期重振消费和经济活动。格林斯潘对这些财政扩张有一定程度的怀疑。首先，美联储已经采取扩张性的货币政策，即降低利率并向经济系统注入充足的流动性。其次，财政政策的长期"腐蚀效应"(例如，挤出效应、未来税率、经济激励扭曲和资源分配不当)会销蚀任何正的短期效应。事实上，在 2003 年初，他向国会和政府强烈地表达了他的观点。他以下面的方式宣称，他不赞成增加预算赤字且缺乏财政纪律：

我担忧，决定预算赤字过程的实施机制没有被采用，由此导致的缺乏明确的方向和建设性目标的结果，将允许倾向于增加预算赤字的内在政治偏见变得更加巩固。我们实在太了解了，政府支出程序和税收优惠可能很容易被触动或膨胀，但要弱化或去除却异常困难，一旦选民适应，它们就倾向于维持现状。

[格林斯潘(Greenspan，1997d)]

对于短期内缺乏预算纪律，格林斯潘的一个主要担忧是，美国正在经历"人口平稳"时期，并且老龄化的人口使未来公共钱袋的压力越来越大。靠生产率和移民来抵消巨大的、不断增长的且没有资金来源的债务就太离谱了。否则，未来可能不得不增加税率和收入，以满足未来很多年不断增加的政府支出。这就是为什么格林斯潘青睐于向美国公众提供综合的预算图景，以及为什么较现金制会计而言，他更青睐于应计制会计(accrual-based accounting)制度的原因。这一会计变化将对未来的代际债务提供更大的揭示。

总而言之，格林斯潘相信私人部门(和竞争压力一起)可以提供最好的机

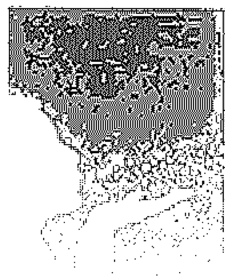
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会去创造可持续性的长期繁荣。他的职责是创造低通胀一低利率的环境，在这一环境中，投资者可以做出长期决策，这仅受制于有限的不确定性。

格林斯潘与市场

格林斯潘作为政策制定者的信誉，在20世纪90年代初不断增加，同时专业投资者对于他将要说的话（可能仅需几分钟就会极大地影响资产价格）的担忧也增加了。专业投资者会仔细探听以得到关于利率不久后变化方向的任何蛛丝马迹。他们也知晓利率的涨落倾向于簇拥，或者系列变化。哪一个将是该系列变化的最后一个——揭示在货币政策方向上的“持久”变化——至少在中期是如此。专业交易者对提供投资红绿灯的“转折点”或者主要政策逆转非常警惕。美联储可能将发出未来货币政策“倾向”的信号，或宣称政策目前是“中性的”。投资者常常等候格林斯潘的证明，并且不会在市场上持有太多头寸，因为担心货币政策方向在未来会出现清晰转向。或者他们将等待，以期格林斯潘什么都不说，从而移去金融市场上笼罩在交易者头上的阴影。

理解格林斯潘的讲话时，一定程度上的谨慎是必要的，因为“坏消息”可能对于市场来说是好消息，而“好消息”可能事实上转变为坏消息。这就像之前提到过的金发女孩经济（Goldilocks economy）——“不太热也不太冷”。债券交易者期望关于经济的坏消息，从而冷却通货膨胀性过热，降低利率。这样债券的资本收益将上升。并且股价一般也将上涨（存在时滞），因为利率的未来水平仍较低。因此，在评估格林斯潘的话对市场的影响时，缺乏经验的投资者需要非常谨慎。太多关于增长、产能利用率、零售额、耐用品消费支出等好消息，可能刺激利率上涨，从而吓跑债券投资者。因此，股票购买者必须决定是否忽略债券市场上装模作样的情形而购进股票。这一金发女孩经济的有悖常理的行为就是，非常坏的、衰退性的消息或者过去令人沮丧的数据，可能暗示近期将保持低利率，从而通过平静的债券市场而造成华尔街的汹涌。毕竟，华尔街更关注未来，而非过去。



一些影响投资者的暗示和信号的例子，是格林斯潘对现状和未来的如下状态的评论：通货膨胀性过热、持续性供不应求、工资压力、劳动市场紧张、岗位创造、失业率、经济增长过快、总量不平衡或通货紧缩压力发作。任何关于通货膨胀将缓和的迹象都会导致预期利率下降，从而成为购进股票的信号。然而，这些迹象将处于昏暗的灯光下，看不清楚——例如，失衡是不可持续的，过度需求对有限资源形成压力。因此，存在长期利率将上升的风险。当然，投资者最不齿的措辞就是格林斯潘所谓的“非理性繁荣”。一些信号是清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

晰的，而另一些不是，可能因为这样的原因，格林斯潘的讲话总是假设性的和抽象性的。因此，投资者非常易于误解他的讲话实质。

格林斯潘的话影响市场的例子有哪些？首先，我们应该考察这些时期，道一琼斯指数处在或接近历史高位，那时有巧合的可能。在 1994 年、1996 年和 1997 年——所有时期都是美国股价创新高之际——美联储主席习惯通过提高利率，或者呼吁市场下跌来反对投资者狂热。

股市表现"非理性繁荣"的著名评论出现在 1996 年 12 月 5 日周四的题为"民主社会中央行面临的挑战"的讲演中。他不仅使用了这一措辞，还使用了"泡沫"一词，尽管主要用于评论日本。投资者将其解读为，格林斯潘通过这一方式告诉他们，在他看来，股票被高估了。并且也许投机是一时之兴，其所导致的价值在长期是不可持续的。这些言辞吓坏了市场，导致市场在周五出现涨落不定并最终收低，并且在后面一周下跌了 3%。这一危害在海外更加严重，因为亚洲和欧洲在周五普遍下跌——市场担忧美国股市在周末崩盘。在周五，这些市场在格林斯潘讲话之后不久就下挫了 2%～3%。也许格林斯潘想警告市场存在危险，并且可能他是在帮助投资者？传言格林斯潘在那一周的早些时候，就以他的严厉观点而警告过华尔街的大经纪人：股票被高估，这些经纪人应该忠告他们的客户。根据理论，"道义劝说"是一个冷却资产价格和通货膨胀性过热的低成本方法——即阻吓市场，使其冷却，而又无须提高利率。

在另一个场合，1997 年 10 月 8 日，格林斯潘逮到机会来劝说市场下跌。在 10 月初，在健康经济数据的刺激下，股价已经飙涨。例如，道一琼斯指数在周一上涨 61 点，在周二上涨 78 点，达到8 178点。而道一琼斯指数的近期高位出现在 8 月初，为8 260点。待这个场景布置妥当，格林斯潘要给投资者的狂热泼点冷水。周三，他清晰地表达了对劳动力市场存在紧张的观点——近期工资可能会上涨，从而产生通货膨胀。在他看来，他的基本信条——劳动者愿意暂缓高工资的要求，以换取更大的工作保障——这一"协议"可能不会再持续了。他这样宣称：

> 无可否认，工资加速的证据较少。然而，要相信工资压力没有加剧，因为想工作但没有工作的人会迅速减少。供需法则还没有被废除。如果劳动需求继续超出供给的可持续水平的增长，问题肯定会出现，并且毋庸置疑地，劳动成本会更加迅速地上涨。
>
> ［格林斯潘(Greenspan，1997d)］

格林斯潘给市场的基本信息是，通货膨胀已经出现在地平线，他可能将不得不采取行动。在同一讲演中，他感到，有必要就股价高估以及近期股价上涨远离了最近两年的位置，再次警告投资者。他宣称，"除去对股价是上升还是下跌的疑问之外，继续在股票市场上寻求像过去几年所能得到的收益量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级的持续获益是不现实的”[参见格林斯潘(Greenspan,1997d)]。

尽管这一“警告”没有陈述什么新的信息，因为投资大众知道股市处于过热状态，并接近历史高位，但这一警告仍然具有现实性和紧迫性。市场不喜欢格林斯潘在他的讲话中不得不使用的强度和口气。之后几天，道一琼斯指数回落 120 点，或约 1.5%。债券市场也不喜欢这一口气，收益率上升——这一次对房屋抵押贷款产生了流动效应——很多美国中产阶级真正感受到了格林斯潘的讲话。

如果回到 1994 年，我们就会见证格林斯潘冷却预期和股价的一个相似愿望。当 1994 年道一琼斯指数达到4 000点时，格林斯潘通过提高利率而迅速响应。利用他的经验帮助自己，虽然他的目标是降低商品价格通货膨胀率，但对资产价格也出现下跌，他不感到失望。

当我们考察格林斯潘在 1999 年 2 月底对金融传染的担忧时，一个相似图景出现了。他担心海外的金融动荡和失败会迅速而又痛苦地传递到美国。动荡的外国经济可能会吸收原本流向美国的资本，从而造成国外资本流入下降。这反过来又将影响美元，导致输入型通货膨胀——提高国内利率。利率将上升的另一个渠道是国内储蓄池的收缩。格林斯潘(Greenspan,1999e)这样表达他的担忧：“外国人大概不会希望无限提高他们在美国的投资组合中的份额。我们的国际债务积累的可持续性会受到质疑，美元汇率有可能下降，从而对美国国内的价格产生压力。”

任何通货膨胀率走高或者利率恐慌，均会使投资者失去信心，无论源头是不是金融传染。格林斯潘的担忧不久之后就实现了。三天内，道一琼斯指数下跌 250 点，或 2.6%。有经验的投资者从之前和格林斯潘打交道中学习到，逃跑永远是明智的——原因很简单，你的交易伙伴将逃跑，所以必须比他更快地跑到出口处。变动不停的美元已经成为美国货币政策制定者的现实担忧，因为在面对不断增大的经常账户赤字时，外国投资者将不愿再持有美元。伊拉克危机给商业计算增加了很大的不确定性。



由这一部分，我们可以得出清晰的图景，格林斯潘关于美国经济的状态和动力学的观点会很快影响市场。但是，我们还没有告诉你的是，这一影响通常在几天内就会消退。道义劝告有其自身局限性。只有当格林斯潘的言辞永久性地改变市场对风险的认知后，投资大众才会听从劝告以调整他们的资产配置。例如，当投资者感觉到利率周期的转折点临近，或者生产率的上升是可持续的，他们就改变他们对风险的认知，并相应地改变资产配置。从历史记录来看，格林斯潘数次通过表达他对美国经济的观点来影响市场——以一种持续的方式。然而，在绝大部分时候，他的观点隐藏在很多观点谜团中，市场参与者做出他们自己的判断，并相应采取行动。

之前的讨论假设美联储拥有绝对的权力。有很多人非常怀疑美联储确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定利率水平和结构的能力。例如：

美联储不能影响利率，因为它的公开市场操作发生在联邦基金市场——一个相对于整个短期债务证券市场而言很小的人为的市场。美联储的地盘就像足球场地中某个角落里的小孩子的沙滩地。结果是，美联储不能用蛮力（买卖国库券）来改变利率。美联储对利率的影响直接来自大众认为它能够改变利率，就像奥斯之巫（Wizard of Oz's）对奥兹国人（Munchkins）的影响来自于他们相信他有这样的能力。

［埃利（Ely，1996）］

这一怀疑态度强调这样一点：美联储可能会影响收益率曲线短尾处的利率，但不能控制它们。为什么美联储看起来这么有效，这可能是由于它的信誉、它的权威以及它蛊惑投资大众相信其指定的利率确实是"官方的"，并且遵守它。

去芜存菁

听格林斯潘的话并且观察美联储的一举一动，几乎就像是美国的一项运动。努力猜测世界上最有权势的人，既有趣，又有利可图——即如果一个人可以从他的所述之中搞清楚他的意思的话。但这也存在问题，因为"格林斯潘的讲话"充满双重否定，是小心谨慎的、假设性的、抽象的和保守的。他故意从关于经济的历史和理论背景来讲，但决不直截了当地说，美国现状正处在商业周期的哪个位置，或者相对于潜在产出，增长是否太快了，或者通货膨胀是否太高了，或者资产价值是否过高，等等。他对要使用什么言辞更加谨慎——常常偏好于"十之八九"、"很可能"、"总的来说"、"可能"——以期不向市场发出美联储拥有的关于经济及其未来趋势等的秘密信息的信号。他的确不希望给投资者今后可能成为错误的"建议"。

在评论利率上，他也非常谨慎。他知道，任何关于利率未来走向的不严谨的词汇或言语，都可能导致金融市场紊乱。他也知道，专业交易者将听到他们想听到的，因此要么说他的本意，要么什么也不说，这非常重要。这就是为什么我们观察到格林斯潘故意避免对利率的任何讨论，如果可能的话。只有当他认为市场应该被告知时，他才发出"清晰"的信息，至少依照他自己的标准是如此。就是在这种情形下，货币政策立场的变化被清晰表达，形成这样的预期：一系列的利率变化即将在未来数月里发生。再一次地，根据理论，格林斯潘不想不必要地使市场感到惊讶或受到打击。

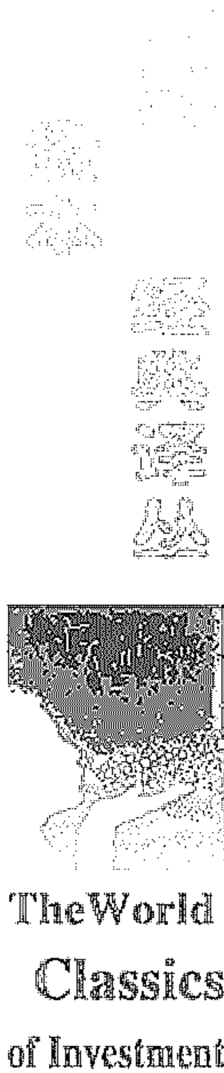
还有一点值得提及的是，格林斯潘影响市场的大部分权力来自他的美联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储主席国会听证会。偶尔，他也可能利用他在高校和其他公开场合的演讲，来得到一些媒体的关注和影响，但这不是常规的。他用精心设计的演讲在参众两院面前分析经济的最近趋势，并在提问时间回应质询。就是在这样的场合，格林斯潘提出心中最主要的问题，他投入的时间越多，我们越是应该倾听。利率政策的蛛丝马迹常常来自于这些论题。在 2003 年 3 月，他与人分享了他担忧美国预算赤字风险的想法——但表述非常谨慎："这些观点都是我个人的观点，我在美联储的同事不一定同意。"

推动经济的力量？

格林斯潘在任职美联储主席期间，对美国经济的多年繁荣做出了多少贡献呢？我认为，评判结果只有一个。新古典经济学家，包括格林斯潘，并不认为是政府政策驱动了长期增长。这些政策在短期可能有助于宏观经济稳定，从而创造一个有利于决策制定的确定性的稳定环境——特别是长期内的资本形成。他关于"通过低通货膨胀而实现增长"的基本教条是增长理论中非常保守的观点——在确定性的风平浪静中，私人部门将投资并创造新知识。政府规模应该保持在很小的水平，从而不会遏制经济激励。其推论就是，格林斯潘或美联储没有任何能导致长期增长的能力。绝大部分经济学家认为，货币供应的涨落不会造成任何持续的增长，操纵利率也不会造成这一效果。对于产出和就业来说，也许存在短期实际效应，并且这些促进因素可能有助于启动经济，但不能维持任何长期增长势头。尽管这些理论如是说，但美联储的确创造出在其中增长可能繁荣的环境，并且美联储的确对清晰且现实的"威胁"增长的危险保持"警惕"。它维持有助于增长的实际利率水平。美联储也管理美国银行系统，因为信贷可能稳定地流向信用可靠的客户。健康的金融中介部门——银行——是扮演"看家狗"的主要角色，被美联储所爱护。



总的来说，格林斯潘有能力来影响金融市场一段时间，但对实体经济的影响就没有这么大。也许，更准确的说法是，美联储有能力影响经济接近充分就业水平或潜在水平。也就是说，将经济的实际航行速度恢复到接近自然潜力水平。我们在之前几章里讨论过这些概念，譬如奥肯法则以及非加速通货膨胀失业率。

格林斯潘时代的错误？

在格林斯潘就任美联储主席的早期——1987 年中，他提高贴现率 0.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个百分点。考虑到经济已经在冷却,这可能是一个不成熟的仓促举动。这一举动没有受到业已神经过敏的股票市场的欢迎。在 10 月 19 日黑色星期一,股市下跌 508 点,或 22%。尽管这次股灾的驱动力是多方面的,但格林斯潘发给市场的信号可能是,还会有更多的利率上升。这一信号改变了市场对风险的认知,投资者想出逃。在黑色星期一之后,通过将贴现率由 7.5%降至 6%,格林斯潘相当迅速地做出回应。尽管迅速的政策转变得到保证,但疑问仍然存在:格林斯潘是否清除了自己的混乱,即提高利率仅仅是为了五周之后再降低利率?把投资者情绪的突然崩溃"归结于"格林斯潘是不公平的,但无疑他艰难地学习到,他确实有能力改变风险认知,并且这一切又发生得非常迅速。毕竟,货币供应增速在这一时期失去了它的动量。

在格林斯潘的思想中持续的一个主题是,不应该允许金融危机危害实体经济,所以美联储应该随时准备好向缺乏平静的投资者提供流动性。他将这一点表达得非常清楚:

(1987 年)10 月 20 日,周二早晨,我们发表了一个声明,表明美联储随时准备向经济市场和金融市场提供流动性。作为对这一政策的支持,我们通过公开市场操作,在 10 月 19 日~30 日期间,每天安排回购协议来保持高度可见的压力。这些行动的数量非常可观,并且频繁安排在比平时更早的时间上,以此强调我们保持市场流动性的决心。

[格林斯潘(Greenspan,1988b)]

格林斯潘对 1987 年股灾发生原因的观点,集中在投资组合保险、项目交易以及套利交易效率的崩溃上。市场下跌时,刚开始的技术表现演变成了市场崩盘的恐慌心理。专业交易者设置程序,当确定水平被刺破之后就卖出。它们被刺破了,从而激发了卖出浪潮。交易超载,因为订单超过技术容量的限度,这一拥堵导致投资者恐慌,努力想出逃。通常,套利者将起作用来弥补现实价格和未来价格之间的差距,逆势而行。格林斯潘认为,技术和人性的相互作用恶化了股灾。"在 10 月 19 日以及之后的短时间里,可以非常清楚地观察到技术和人性之间的相互作用:股价暴跌的消息不断迅速地传递给敏感的投资大众,触发了期货和证券交易所雪崩式的抛单"[参见格林斯潘(Greenspan,1988c)]。

尽管股市在恐怖地暴跌,格林斯潘(Greenspan,1988b)仍坚持他的哲学立场:市场是有效的,并且可以自我矫正。"我们必须将那些可以自我矫正的,或在现存规章制度框架下就能处理的问题,从那些需要更为根本性的立法才能解决的问题中区分出来。"他坚定赞成自我管制,而不是政府管制:"作为一般性原则,由于市场参与者的交易和联合事关自身利益,会促使他们保护和强化自身市场的完善。而且他们也对自己的市场有了更好的认知。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

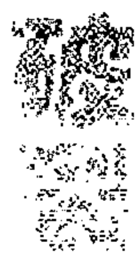
此，我们应该信赖私人组织可以纠正这些问题，去年 10 月份就有这样的证据"[参见格林斯潘(Greenspan，1988a)]。

因此，在这一危机中，格林斯潘通过降低利率来提供了支持，但他不寻求重拳干预股票交易业务的操作方式。需要指出的还有，格林斯潘总是担忧股票价值的暴跌会将危害强加于实体经济。后来证明，这一危害较小，可能因为经济系统在 1987 年股灾之后几个月里保持了充足的流动性。

1994 年，我在美国愉快地观看着财经频道，憧憬着一个投资年。我自然非常失望，因为就在这一年，格林斯潘开始先发制人地抑制通货膨胀——或者如某些人所说的——"世敌"。根据他的经济教条，出现了失衡的闪烁信号、严重的需求过热和劳动市场紧张，所有这些拼凑起来就是通货膨胀的加速——虽然有点不明显，但这就是正在发生的情况。对于他袭击一个并不是"清晰且现实的危险"的敌人的策略，存在很多非常令人气愤的批判。他的辩解是，相对于等到通货膨胀已经加速再行动，现在行动扭转通货膨胀预期更加容易，行动较晚将不得不支付更高的需求管理成本。对他的批评集中于：这导致了产出和就业的损失，伤害了美国的劳苦大众，并且股票和债券价格的下降也有损美国中产阶级的利益——这些都是他和看不见的并且可能就是幽灵的敌人交战的看得见的现实成本。格林斯潘的回应是，通货膨胀在 1994 年或 1995 年没有加速，因此他的紧缩政策是合理的。其他人反对他的这一说法，称通货膨胀无论如何都不是一个问题——在 1994 年或 1995 年——因此，美联储是自我放纵的、徒劳无功的。这一评价是无法检验的，可能我们永远都不知道。为了在更长一段时间内经济更确定、更稳定，可能 18 个月的产量损失和金融市场疲软是值得支付的成本。毕竟，1995～2000 年的经济增长表现令人印象深刻。

然而，在这里，格林斯潘可能学习到了一课，那就是整洁的、为人所爱的教条，即他曾宣称的这些增长和稳定的传统新古典理论，正在他脚下发生改变。根据历史，他知道美国经济的航行速度或潜在产出水平增长率约为 3%。任何超过这一"速度"的增长都将导致通货膨胀，并且速度越快，通货膨胀加速越快。美联储的角色就是，确保速度限制在任何时间长度内都不会被突破，因为通货膨胀的成本只会加大。正是基于此，格林斯潘才在 1994 年提前遏制了通货膨胀。不幸的是，这一教条可能已经变化了，因为美国在 20 世纪 90 年代末经历了超趋势的增速，并且没有导致通货膨胀的爆发！同样地，在劳动力市场，失业率在 20 世纪 90 年代下降到 4%的低水平，而工资却没有大涨。换言之，劳动市场的极端紧张和"过度"需求没有导致通货膨胀——全然不同于过去的经验。因此，格林斯潘了解到，过多依赖于过去的实证关系将不会是时间上一致的；确实，过多依赖于新古典教条将不会在每一个场合都有效，并且在目前"没被允许的水域"中无效。美国经济突破旧的航速，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



没有引发通货膨胀性混乱——直到今天，格林斯潘都在试图解释这一事实。在预测通货膨胀何时会抬头上，他现在更加谨慎。寻找可以解释美国的高增速从而仅需较少的货币政策干预的新范式，这在现在是一项挑战。

在格林斯潘就任美联储主席期间，一个紧迫的问题就是，格林斯潘对资产价格泡沫的容忍。他为什么无视它们？他为什么没有采取足够有力的措施来压缩这些泡沫？对实体经济的溢出效应将会维持很小吗？我们在第七章和第八章已经看到，这些泡沫是如何发展的，为什么它们会持续，以及为什么资产的估价权最好应该留在私人部门手中。对此，格林斯潘有很清楚也很强硬的观点。格林斯潘这样陈述：

这些波动的绝大部分（在信心上）是，由于对未来做出判断的巨大困难，进而造成关于对未来做出承诺的困难。有时，这一巨大困难导致不合理的估价，从而培育了价格波动，在某些情况下，我们称之为市场泡沫，即资产价格通货膨胀是因为预期他人将会支付比合理真实价值更高的价格。

［西西利亚和克鲁克香克（Sicilia and Cruikshank，2000，第 197 页）］

随着历史的变化，人的本性变化了吗？人类发现评估资产的另一套规则了吗？它们是受不同的心理因素驱动的吗？格林斯潘的回答是“No”。他如是说：

对于我们生活在一个新经济中的说法，存在一个重要的附带警告，这是人类的心理特点。伴随我们前辈的同样热情和担忧，在积极参与到美国经济中的这一代的各个方面都可以看见。人类行动一直根植于他们对这些行动的后果的预期上。当未来变得十分阴暗时，人们回避这些行动，并放弃之前的承诺。无可否认的是，风险规避程度因人而异，但要发现目前相对于一个世纪前判断今日市场的价格变动的方式的重大差异非常困难。我们评估资产的方式以及这些价值的变化对这些方式的影响，并没有显示出和那些统治我们前辈行为的规则有什么不同。

［西西利亚和克鲁克香克（Sicilia and Cruikshank，2004，第 41 页）］

简言之，他争论到，资产价格的波动并不是一个我们应苦苦思考的新的现象。人类的本性并没有发生变化。

格林斯潘的两艘旗舰

在格林斯潘的经济逻辑中，有两艘关键的旗舰：其中一艘是强烈相信美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国目前的生产率奇迹；另外一艘是消费者信心的极端重要性。所有的经济活动都可以追溯到消费者的健康、财富和乐观态度。投资和储蓄都是为了未来的消费。这样，美国私人部门投资支出的任何可持续复苏，必须取决于健康的（如果不是上升的）消费水平。格林斯潘非常了解，缺乏信心的消费将会崩溃，并且退缩至壳里，从而导致经济停滞；如果放任其沉湎于绝望中，经济最终会收缩。消费者的预期受到多个变量的影响，其中一些可能是政府强加的。因此，格林斯潘对于在公共场合时，他要讲什么以及怎样措辞，非常周全谨慎。他知道，媒体将抓住任何不严密的词语或悲观的观点。这就是为什么他常常轻描淡写——例如，用"经济正经历弱点"来描述更严重的情形，譬如衰退。他不希望引起消费者惊慌，或者引起不必要的悲观气氛。他知道，目前经济活动的"弱点"正沿着消费者的顽强航道蹒跚前行。

美国生产率的持续性增长，常常被格林斯潘视为美国复兴的守护天使和后挡板。即便股价已经走软，负的财富效应显现，多个类型的投资已经崩溃，但实体经济的根基（生产率增速）仍没有减弱。他提到，2001～2002 年的生产率增速甚至比 20 世纪 90 年代还要高——"虽然最近处在经济减速中，但生产率保持相对良好，它的表现使得去年的上涨更令人印象深刻。的确，在过去两年中，生产率平均年增速接近 3%，比 20 世纪 90 年代末的平均增速还要快。"

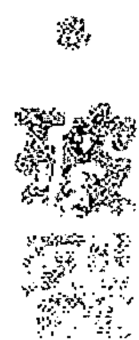
[格林斯潘(Greenspan,2003)]

在正式宣布生产率的优点时，我们必须谨慎。企业可以通过减少劳动投入，并从减少了的劳动力中榨取更多的产出而使得运作更有效率。首先，这一"类型"的生产率增加不一定是可持续的——减少劳动有其成本：失去了有经验的工人，而在未来经济恢复扩张时，不得不重新培训新工人。第二，与组织结构和资本存量有关，有多少劳动投入可以减少，这是有限度的。在中期，太多临时解雇可能实际上是反生产力的——即便短期内可见成本下降。第三，生产率增长的最好"类型"是基于产出和就业水平均增长的。也就是说，面临上升的总需求，就业数量扩张。这和美国 2004～2005 年的经济特别相关，因为削减成本和减少劳动可能已经达到了它的极限——现在在劳动力和总需求扩张的情况下，增加劳动生产率是必需的。这是实际生产率增加影响人类福利的合格测试。不管生产率统计数据告诉我们什么，我们希望创造岗位，而非减少岗位。

灵活性：格林斯潘的标志

在格林斯潘任职期间，出现了多次考验和苦难。1987 年股灾、1991 年经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



济衰退、1997 年亚洲金融危机、1999～2000 年股市泡沫、2001～2002 年股价暴跌以及随之而来的经济崩溃。他是少数几个在任期内既经历过资产价格通货膨胀又经历过通货紧缩的美联储主席之一。通货紧缩，包括资产价格以及商品价格，是相对较新的现象，格林斯潘自己在 2003 年 5 月参议院听证会上承认，持续的通货紧缩使得美联储进入未被允许的水域。仅依赖于过去的经验，得不到好的解决办法。

美联储主席职责的另一个维度是，更仔细地考虑地缘政治事件、其他国家的货币政策以及世界复苏的凝聚力和一致性。他知道，日本和德国在通货紧缩阴云下均日渐衰退，经济复苏信号微弱。他也知道，他对利率水平和利率变化时机的分析和决定，对世界其他地区有着重大的影响。随着地球村不断缩小，美联储主席的权力增大了。重要经济体的股市和美国股市的健康状况密切相关。

在之前的讨论中，我们揭示出，格林斯潘失去了对任何经济教条和模型的喜爱。他表现出了兼收并蓄的特点——他从一大堆数据中寻求智慧，并且评估不同模型产生的不同结果。他利用大量的数据（而不是一个数据）来评估通货膨胀性过热。

关于政策主动性，在他的分析框架内存在不同的脉冲波。首先，他承认在维持经济动力逐渐上升上，仅仅依靠低利率可能还是不够充分。货币的价格在刺激长期投资上可能不够充分。正如一个关于货币政策效率的俗语所说——“你不能去推一根绳子”[1]。人们不能被命令去借钱。其他货币传递机制的形式也需要考虑，例如，公司净价值、公司和政府债券收益之间的利差以及一般而言信贷的可得性。格林斯潘意识到，美国经济系统需要保持尽可能的流动性，自“9·11”事件之后，他一直在这样做。

格林斯潘的一项关键的洞察是，他表达了购买长期债券的意愿，以期“驯服”收益率曲线的长尾。即便他压低收益率曲线短尾处利率的努力“没有”鼓励长尾处利率也下降，但他乐于采取行动。在长尾处有时（例如，2002 年）信奉，冒进的货币和财政政策将导致在中期内存在通货膨胀压力。这一信念没有根据，长期利率在 2002 年末和 2003 年实际上是下降的。尽管如此，在执行初期有效的货币政策上——这使得短期利率和长期利率相对较低，格林斯潘显示出了他的灵活性和意愿。他也意识到，他的双刃货币策略的有利的流动效应对公司债券等级的影响。

这一策略之所以精巧，其中一个原因是，绝大多数分析家认为，美国的利率不可能令人信服地持续走低。无论如何，最近削减利率自 1.0%至 0.75%是如何实现的呢？一路下跌至 0.5%可能有大的实际效应？然而，市场分析

〔1〕原文为“you can't push on a string”，详见本书第 152 页注释。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家常常谈论利率削减到 1%以下是美联储恐慌的一个迹象。毕竟，我们都见证了，日本利用利率工具直到它不能再利用为止——对经济的实际效应最终也没有发生。格林斯潘不想过度依赖于利率工具，因为他知道极限已经不远。名义利率不能为负。确实，实际利率可能被低名义利率和"允许"通货膨胀率的温和上涨而压至负的水平。这仍是美联储的一个可用选项，但不能再单独降低名义利率。尽管格林斯潘公开宣称，美元汇率受到当局的关注，但他知道，货币政策将影响资产价格和资本流动的预期。任何利率的大幅削减，都可能导致美元的进一步抛售。

这导致对格林斯潘货币政策效率的另一项洞察。他通过可能的利率削减，捉弄了金融市场，他知道完全预期到的利率削减影响很小；反之亦然，当金融市场怀疑是否会削减利率时，格林斯潘的确行动了。这是标志性的教科书式的理论，未预期到的冲击对经济活动和市场，比预期到的冲击有更大的影响。这不是说，他试图打击或愚弄市场——他没有这样做。然而，他会找准宣布的时机，这依赖于政策环境，当他认为可以达到最大影响的时候就削减利率。

政策制定灵活性的另一个例子是，格林斯潘利用保险原则。在 2002 年，股市震荡，美国经济数据显示出极端疲软的信号，要求美联储尽快再次削减利率的压力很大。尽管格林斯潘的观点是，经济正在复苏通道上，但仍有担忧甚至怀疑的理由——经济可能步入二次衰退。他的基本观点是，大量刺激措施已经实施，所以我们只需等待——进一步削减利率可能具有过度杀伤力，之后将出现更多的通货膨胀性过热。另外，收益率曲线的长尾可能不喜欢它。他让步了，为获得保险起见，确实再次削减了利率。无论如何，较低利率的代价是什么呢？即便当时，使情况更糟的代价也较低。通货膨胀率的暴升是一个紧迫的威胁吗？可能不是，因为存在可观的过度产能和闲散的工人。公司缺乏定价能力，正采取大规模的成本削减措施，所以马上出现价格压力不太可能。牺牲者可能是美元的下降，但低美元是令人神往的观点又获得了一些信誉。事后来看，格林斯潘利用保险原则的效果非常好。他也宣称，如果需要的话，他愿意在 2003 年使用这一保险原则。

总而言之，格林斯潘制定和执行货币政策的灵活策略是值得称赞的。他是由结果导向的，而不是由约束导向的。即便他可能受限于新古典或新兴古典(neo/new)流派，但他没有试图只遵循一种经济学范式。

结 论

本章简要回顾了格林斯潘在 1987～2003 年期间，作为美国首要货币政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策制定者所取得的成就。在他任职期间，有很多成功，仅有几点失败——如果我可以这样冒昧评价的话。他对资产价格泡沫的容忍，在未来是否会玷污他的任职记录还有待观察。公正地说，他的经济学和金融学知识是高标准的，他为制定货币政策而使用的经济学范式表现良好——至少在传统智慧领域内如此。他偏爱谨慎甚于本能，偏爱保守甚于冒险，并且在危机期间，他迅速并准确地采取行动。他可能并不像他的证词所表明的那么保守。在 1987 年和“9・11”事件期间，他大规模放开贴现窗口，以确保市场理解他将向金融业提供充足流动性的决心。在 1997～1998 年亚洲金融危机期间，他也千方百计地安抚市场的紧张情绪。美国经历了 8 年的稳定经济增长，这一巨大成就可以部分归因于格林斯潘的掌舵。仍有疑惑的是，股市泡沫的不断膨胀以及随后出现的资产价格通货紧缩的潜在可能性，对实体经济的困扰和窒息。就是在此期间，为了抑制通货紧缩，格林斯潘度过了他的最美好的时光。在采取策略重振美国经济上，格林斯潘展现出非常高超的智慧和勇气。他很可能会再次成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 1929 年巨大的资产价格泡沫

引 言

很少有经济危机能让人一辈子都小心谨慎，但是大萧条带来的恐惧确实持续了很长时间。许多年后，即使很多人已经成为了百万富翁，他们仍然过着简朴的生活。对于陷入另一个大萧条的恐惧，使人们不愿意过挥霍无度的生活。在已经了解了灾难的巨大破坏性以及平息它所需要的时间的前提下，政府在 20 世纪 30 年代引进新的管理规范也就不足为奇了。这样做的目的是，为了在经济和投资领域减少投机倾向。金融部门是政府改革的首要目标，因为它是推动 20 世纪 20 年代的繁荣的主要动力，也因为股票经纪人支持人们用保证金买股票。无论如何，是个人投机的贪婪带来了快速的资本利得，所以人们不再关注中长期的分红收益了。但是，投机仍然会受到严厉的批评，因为经济危机和社会危机是由此引起的。大萧条的起因究竟是什么呢？投机的力量怎样导致了这场危机？我们学到了什么？历史可能重演吗？在本章中，笔者将回答这些问题，也给美国近期的股市繁荣一个警示。最受大家关注的一个问题就是，投机的力量在多大程度上预示了实体经济将在 1929 年受到重创。

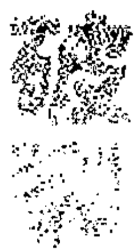


经典译丛
The World Classics of Investment

20 世纪 20 年代泡沫爆裂的种子

20 世纪 20 年代的经济发展，原本可以拉动股市的大涨。美国的经济实力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在第一次世界大战后期有了很大的提升，而欧洲仍然在战争的硝烟中祈求复苏。在1920～1921年间，大家竞相提高存货率，所以那时经济繁荣发展。国内经济也在经历着变革，例如，一个产业组织革命经历了，美国公司发展出新的管理技术、产生了经济规模效益，并从这些创新中获利。与此同时，科技也更多地应用于解决生产问题。这样一个改变，和20世纪90年代后期的冷战之后军备缩减而节约开支有很多相似之处。因此，20世纪20年代实体经济部门或者更好的经济基础部门，可能已经为重要的美国公司经济做好了铺垫。更高的生产力也就刚好引起了从1927年前期到1929年10月的股市泡沫。

战争爆发带来了全球经济格局的变化。新的生产商、与之同时产生的新的竞争对手，都导致了某些工业化国家的衰退。更重要的是，它引起了汇率的不合理发展。我们需要新的政党。欧洲拥有相对较少的黄金储备，所以任何要复辟旧的世界贸易格局的可能性，都会对这个旧的平衡汇率产生压力。一系列产品贬值的经济环境已经成熟。

美国产业的巨大变革正在悄然发生。通用汽车挑战着福特在这一行业的龙头地位，这种股票被认为是“前沿股票”——它们的价值极微。公用事业股票更受欢迎，因为它们有上升的规模经济效益，能确保丰厚的回报。RCA是上升产业的一只股票，它向人们展示了高科技如何刺激投资者产生预期，并且很有可能获得大量的分红。这个时代出现了高科技成长股，这些股票在20世纪90年代后期的火热的市场中唱了主角。不幸的是，人们的预期远远超过了股票可能带来的红利收益，所以利润让大家失望也就在所难免了。这段时间高涨的“新经济”股票就是一个很好的例证。

尽管国内的产业陷入了科技创新的漩涡，但是还有些产业在痛苦地寻求发展，在不稳定中求生存。实体经济部门时刻面临着产业膨胀非正常发展的威胁。生产力过剩和过度建设成了严重问题，也是实体经济下滑最快的因素。市场饱和使产业扩张的速度受限。消费的持续蓬勃发展被不平衡的收入分配限制住了。制造业的生产力过剩和市场的限制是紧密相连的。这也反过来被收入分配的不合理限制住了。那些想要打破这种错误发展模式的公司都要承受很高的风险，尤其是在经济不景气的时期，坏账风险可能上升。

如果不是基础的生产力推动了经济和股市的蓬勃发展，那么难道是20世纪20年代的投机泡沫为这场股票价格的上升注入了发展的动力？换言之，这到底是一场经济危机还是金融危机？有很多经验事实支持这一观点：股票市场蓬勃发展和后来的萧条都是金融现象。潜在的力量导致了这场金融危机。金融危机很容易和货币、高杠杆率、投机狂热、既得利益一起，刺激市场像气球一样迅速膨胀，从而改变了人们对风险的认识。

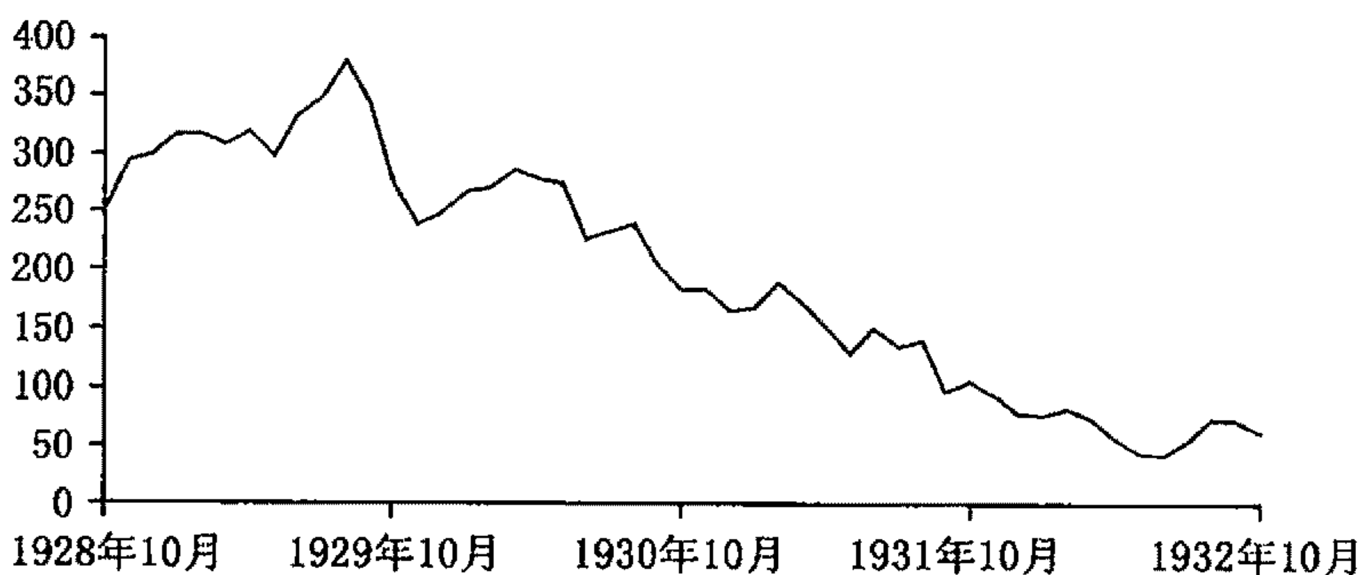
然而，仍然有一些因素让人们对这次由“基本面还是泡沫”维持的牛市提高警惕。首先，额外财富产生于第二次世界大战后的生产力膨胀，直接导致了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济体中流动性过剩的问题。这是一个繁荣时期的问题，也就是说，我们到哪里去安置那些剩余生产力？其次，如同布兰查德和沃特森（Blanchard and Watson，1982 年）指出的那样，还存在着一个风险评估的问题，譬如个人股票的基础、酒精和新经济、或者特定产业的巨大变革，都给可能的投资者带来了很多问题。第三，微妙的区别可能帮助调和这场争论，因为经济繁荣的早期，也就是 1927 年，可能基于基础经济被合法化，但是很快被拥有不同资产规模的投机者考虑进去以谋求投机利润了。而且，如果政府能很好地管理股市以防止崩盘和控制后期的经济走势，那么美国产业的状况可能直到 20 世纪 30 年代都能维持健康发展，消费也会平滑发展，而不是在过剩和贫穷之间颠簸。

实体经济遭到破坏

从图 10.1 可以看出，道一琼斯指数大幅下挫。从 1929 年的顶峰到 1932 年的低谷，跌幅达到了 85%。崩溃的时间超过了 4 年，直到 1934 年，道一琼斯指数和经济才开始逐步复苏。即使是这样，20 世纪 30 年代后半叶仍然没有令人瞩目的发展，直到下一次战争时期，繁荣景象才重现。



资料来源：美联储。

图 10.1 道一琼斯指数（1928 年 10 月～1932 年 10 月）

如果知道人们挣扎着逃出股市，冲进资金市场，我们可能期待着更多的生产力和实体资产——譬如房地产——会蓬勃发展。毕竟，购买土地和房产不像购买股票那样，需要追加保证金。难道说，这种贷款时间更长，而且不会受到信贷减缩的冲击？然而，这种推理存在错误，因为房地产资产和金融资产都会有一个滞后期。利率和税还是要交的，房地产拥有者承受着现金流压力，这种压力还和银行扬言要收回贷款结合在一起，导致某些人开始在市场上出售资产。再一次地，降低的资产价格破坏了银行的资产负债表，刺激了更多的贷款召回，进一步加剧了现金流压力，反过来更加降低了资产价值。银行的失败与其说是由股票经纪人和投机股票的人的不良资产导致的，倒不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如说是由房地产价格和不良资产价格缩水导致的。这种缩水部分是因为银根紧缩，这可以从表 10.1 看出来。因此，滚动的金融灾难传遍了整个经济体，摧毁了几乎所有资产的价格，它们无一例外地受到了影响。

表 10.1　　关键的经济金融因素　　（单位：%）

年份	失业	通货膨胀	货币供给	真实利率
1929	3.2	—		5.9
1930	8.9	−2.6	−4.0	3.6
1931	16.3	−10.1	−6.6	2.6
1932	24.1	−9.3	−12.5	2.7
1933	25.2	−2.2	−5.7	1.7
1934	22.0	7.4	10.0	1.0
1935	20.3	0.9	18.7	0.8
1936	17.0	0.2	14.2	0.8
1937	14.3	4.2	4.4	0.9

资料来源：曼昆（Mankiw，1999）。

毋庸置疑，大萧条展示的现象正是金融部门的巨大波动，这种波动传导到了实体经济。每个人的日常生活都受到了影响，从表 10.1 可以看出，产出和就业率在短期内大幅下降。

1929 年经济崩溃和大萧条的原因

我们一定要区分清楚，引起股市崩盘的原因和推动崩盘的原因，而后者导致了经济活动长达 5 年的萧条。从增值机制中找出那些引发经济危机的力量也是很重要的。也就是说，区分经济危机的原因和症状——无论是内部的还是外部的。即使“因果关系的方向”问题还没有被解决，我们仍然可以找到几个有趣的理论，可以给我们提供一点关于这些方面的线索。

凯恩斯的观点

凯恩斯的观点围绕着总需求的崩溃展开。低需求和萎缩的经济活动导致货币供给降低，也代表了内部关于货币发行的看法。的确，消费减少了，但原因是什么呢？一个原因是 20 世纪 20 年代的房价泡沫，也就是说，过度建设成了严重的问题，全国的房子过多，引起了建筑业的低迷。20 世纪 30 年代缓慢增长的移民人数，可能和这种住房需求疲软有很大关系。另一个关于需求减少的解释是，负财富效应破坏了股票的价格和公允价值，也就破坏了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费者的资产状况。财富的减少和不稳定性的增加限制了消费。更高的实际利率更加减少了消费，对利率敏感的消费品也迅速受创。而且，更高的失业率和对事业的恐惧也更加减少了消费。从这种观点来看，是总体需求的减少导致或者说引发了大萧条。就像克里斯汀·罗默(Cristine Romer，1993)指出的那样，消费者，即工人，对未来收入的期望是一个很重要的因素，它导致了低消费。恐惧导致节制，未来工作不稳定和攀升的失业率引发了近期消费计划的改变——人们对未来的情况有一个预期。事实上，克里斯汀·罗默(Christine Romer，1993)声称，国内经济波动是和股票市场冲击联系在一起的，这种波动对大萧条的第一年有很严重的影响，然而，货币冲击在随后几年中会更明显地体现出来。那么，是什么导致了消费减少？是股票市场本身经过以上渠道的崩溃吗？市场的自我校正机制在哪里呢？某些经济学家认为，价格和工资在1930年之前是没有弹性的，所以总需求的减少对实体经济的冲击的确很大。而且，庇古效应是靠不住的——价格下跌导致实体经济货币余额的增加，致使人们"感觉更富有了"，而这更会被悲观情绪、通货紧缩，以及负债和通货膨胀之间相互的破坏作用所抵消。

从金融角度来看，银行的健康发展已经被破坏了，因为家庭和企业竭尽全力才能按期付款——持有资产的质量下降以及不良资产比例的上升。在资产价格降低(这是积累的一个推动力)和潜在的私人部门大量消费疲软的情况下，银行的贷款数目减少，他们不得不关门或者限制贷款。投资消费也受到重创。因此，收入循环缩水甚至崩溃，就像凯恩斯描述的那样。一旦经济开始走下坡路，它的命运就基本注定了。



政府的政策到底是缓和了还是加剧了私人部门消费的减少？经济学的正统说法要求平衡政府预算，甚至在严峻的经济衰退期间，政府也有加重赋税并且减少政府开支的愿望，目的就在于平衡政府预算。不幸的是，这种策略正好比狗追着自己的尾巴一样。经济产出的下滑和就业率的下降在某种情况下都是一种暗示，特别是在资产价格下降的时期，不确定因素增加，破坏了现有的消费。不幸的是，美联储在1931年提高了利率，作为阻止资产流出的策略，并且保护美元。在面对资产价格下降引发的实际货币供给下降的情况下，美联储甚至没能提高名义货币供给。



早期的讨论强调了大萧条的增值机制。但是，从凯恩斯观点来看，是什么力量引发了1929年的冲击呢？不确定性、对风险的理解，以及考虑到期望收益时投资者的悲观情绪，都导致了市场紊乱。人的本能的动物性行为开始发作。

加尔布雷思—金德尔伯格(Galbraith-Kindleberger)的观点

第二种观点是，加尔布雷思提到的关于对既得权益的陶醉和狂热，这也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

属于凯恩斯主义范畴。就像加尔布雷思(Galbraith,1998)陈述的那样:"对既得利益的陶醉导致了,男人、女人、个人、或组织都相信一切都会更好,然后他们便会变得富有,消除那种存在智力差异的观念。"他所说的缩水的既得利益包括,公司寻求新的资产的收益、股票经纪人在交易数额上获利、大的投机商和公司宣传者传出新的消息,然后获得潜在的资产收益。尽管狂热可以帮助解释股票价格上升的动力,事实上放松信贷才是推动了这场狂热的主要原因。金德尔伯格持有相似的观点,放松信贷这一点是资产价格膨胀的元凶,现金召回额从1928年12月底的64亿美元上升到1929年10月的85亿美元[参见金德尔伯格(Kindleberger,1978)]。购买股票的收益下降10%是很常见的事。而且,危机期间现金的定额配给和危机后现金系统的平稳,致使金融和经济复苏成为泡影。他的观点是建立在明斯基(Minsky)的观点基础上的——金融系统是脆弱的,现金系统是不稳定的。

明斯基的负债结构、杠杆和银行现金模型阐述了对第二种观点的不同理解。在经济发展期间,银行现金(包括个人现金)增加,经济个体在这条单行道上从高杠杆率中获利,他们尽情地买入投机资产。现金从银行系统外部和狂热的借款联系到一起,也和上升的资产价格联系到一起。制造现金远远不只是银行部门的责任,非银行和其他机构也提供私人贷款。这种波浪最终通过转移或者波动导致破坏。在事后,贷款被召回,现金被定量配给——加重了资产价格下降。就像经济繁荣靠它自己持续一样,经济危机也这样持续下去——负面的回应机制——产生了其内部动力。这种情况和萧条时期的历史是相似的。

然而,怀特(White,1990)质疑放松信贷导致大萧条的观点。从图10.2中可以看出,在信贷扩张(经纪人贷款)和股价上涨之间存在密切联系。然而,声称经纪人的贷款推动了股市的上涨只是个假设。他认为,对新发行股票的需求和公众对股票无法满足的胃口,刺激了股票和现金供给的上升。金德尔伯格强调,经纪人贷款从1928年底的16.4亿美元降低到1929年10月

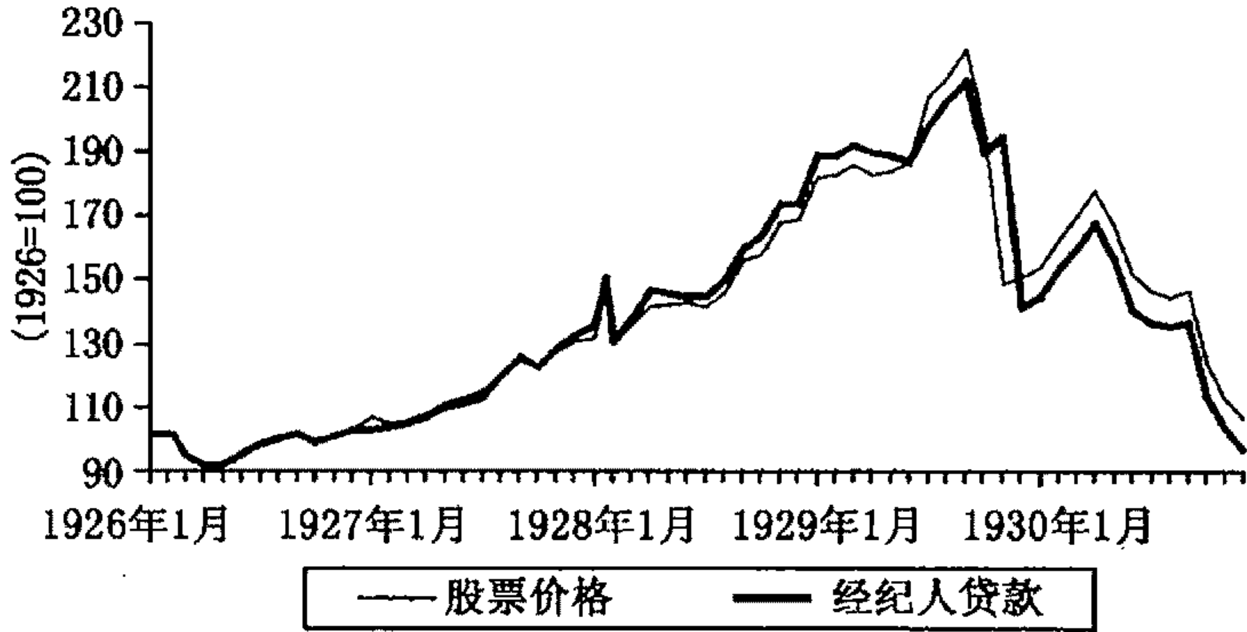


图10.2 股票价格和经纪人贷款

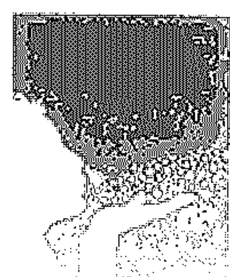
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 日的 11 亿美元。银行外的贷款召回从 1926 年底的 20 亿美元上升到 1928 年底的 66.4 亿美元。不只是总的货币供给的增长，而且还有来源的改变，都暗示着对股票和现金的需求很旺盛，即使美联储已经提高了利率，而且纽约银行也开始吃紧。更多的热钱从银行外部涌入，进入召回现金储备。经纪人的召回率在 1929 年早期的上升应该减少投资者对股票的狂热，但是事实并不是这样。在他的观点看来，股票市场泡沫独立的本质导致了金融市场的改变和货币供给的改变。然而，金德尔伯格指出，股票市场关闭几天的威胁——或者更坏的不确定性——导致了召回现金的资本战争[参见金德尔伯格(Kindleberger，1978)]。

在这种观点中，股票市场的冲击撬动机制是现金的召回，首先从利率的上升可以看出，其次从召回率的上升中也可以看出，这些都预示着未来现金紧缩的情况。即使更高的利率也不足以降低投机者早期的热情——供给的减少、快速增加的召回和额外的杠杆率共同作用，最终迫使投资者屈服。

货币主义者的观点

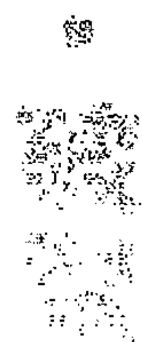
关于大萧条发生的原因的第三种观点，是建立在货币和货币政策的基础上的。这是米尔顿·弗里德曼的核心观点，它支持了 1929～1933 年间货币供给确实缩水 28%这一事实。这一缩水是由很多综合因素导致的：银行在应对他们自身资产负债表糟糕状况的时候的行为、银行失败的行动，以及美联储未能足够快速地回应经济问题。货币流动性是导致 20 世纪 20 年代繁荣的主要原因，因为它是 1929 年后破产的主要原因。银行储备的缩水导致"强力货币"失去力量——甚至起到反作用。弗里德曼和施瓦茨(Friedman and Schwartz，1963)认为，1929 年后货币紧缩的波动导致了大量的银行破产，反过来减少了货币增量和货币储备。在这个范例中，货币供给不足是被延长的大萧条时期的主要原因。



这一观点的推论是，美联储回应基础货币——现金的流出，也提高了利率，目的在于在金本位时期保护汇率。即使可以在贬值和通货紧缩之间选择，美联储在这一时期选择了通过将利率从 3.5%提高到 5%来制造通货膨胀。欧洲国家受其影响，也不得不提高利率。因此，美联储的政策使得维持金本位制本身就有代价——全世界范围的通货紧缩。国际收益减少和信心低迷导致了整体出口的减少，包括美国。外国政府面临着，是进一步通货紧缩还是使货币贬值的两难选择，最终不得不放弃前者而选择后者。

然而，美联储利率提高的目标也在于使股票市场泡沫冷却，让投机重新热起来。利率有所提高，但是幅度很缓慢。也许，美联储的目的是经济软着陆。的确，实际利率在 1928 年从 5.5%左右上升到 9.5%。从技术上讲，"货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



币紧缩”,但是美联储并没有高度控制货币供给过程——尽管他们在这一点上非常自信。投资者不能仅仅利用经纪人的贷款,而且城郊银行也为他们提供贷款以缴付保证金,以此来抵消美联储短期的流动性紧缩。事实上,利率提升的环境在 1929 年大萧条之前就已经被美联储精心安排过,不只是把投资者引导到正式的渠道,还要使一些银行履行义务,例如,在仍然盈利的资本环境里提供贷款。就像前面第五章提到的一样,提高利率对于解决经济过热并不一直是灵丹妙药。高利率回报和货币的可获得性可以抵消任何资本成本。城郊银行愿意更多地依靠更“贵”的贷款,而不是借不出的储备,这是在回应股票市场繁荣导致的货币需求。

然而,在 1929 年后,在银行质量和人们对不确定的恐惧之间存在着冲突。银行看起来流动性很好,美联储误以为这种流动性是潜在的威胁——并没有认识到银行对修复自身资产负债表优先,而不是对借款优先。并且,美联储害怕更低的利率会加重已经很明显的现金外流,所以紧缩银根、提高利率来支持美元。从事后来看,这个政策只是狗尾续貂。

泰明(Temin,1993)所做的研究,批评了这种货币学派的解释。他认为,消费脱离了“趋势”,从而导致了货币供给的减少。在凯恩斯的观点中,消费主要依靠收入,但是留下了“为什么收入降低了”以及“负财富效应导致了什么后果”这两个问题。在花钱这一问题上,如果消费的减少先于货币供给的减少,那么应该降低利率。事实上,名义利率确实在减少,而不是在升高。在减少名义货币供给的问题上,泰明(Temin,1993)提供了实际货币供给平衡实际在上升的线索,但是债务—通货紧缩的交换效应不只是抵消了实际货币供给的升高。

评论家们的评论不只局限在弗里德曼和施瓦茨(Friedman and Schwartz,1963)关于外部货币收缩导致了产出下降的观点。这里有一个不言而喻的假设:货币需求是平稳的。然而,菲尔德(Field ,1984)声称,超密集的股票交易在 1928~1929 年货币供给减少的情况下提高了货币需求。这种力量迫使实际利率更高,更压制了经济活动。因此,货币供给过程包括了某些内省原因。

然而,不可否认的是,收缩的货币供给是和实体经济的崩溃相联系的,而且货币供给的突然升高是和 1933~1937 年 GNP 增长 10%相联系的。这种增长在货币供给方面有一个外因——资金从外国流入美国,并且被罗斯福政府利用了。同时,一个失败的艺术家正在欧洲政治中凸显出来,导致人们和货币一起飞离欧洲大陆。

经济冲击的导火索,根据货币学派的看法,是美联储紧缩银根并且控制货币供给。因为股票估价过高,美联储系统内的银行按规定,都要对那些可能成为股市的投资者严格控制贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融部门脱媒和资产负债表

家庭、公司和银行的资产结构被破坏，从而引起了消费疲软，这一点在第七章讨论过。当资产结构被低资产价值拖累的时候，或者当资产价格持续下降的时候，得到现金的途径就被限制了，银行不希望借钱出去，因为他们不确定那些借款人能否保持流动性和偿债能力，从而最终分期还掉贷款。伯南克(Bernanke，1983)强调了在贷款过程中公司净值的重要性。银行净值的波动也导致了脱媒。收集信息花费巨大，因而成了阻碍资产有效分配的重要原因。局内人(公司领导和财务人员)对于公司的财务状况和现金流，有比局外人(借款者和股票投资者)更深层次的认识。因此，外部财务费用在 1929 年高得惊人。只有大公司才能够通过银行贷款，而且信用紧缩对于小企业不成比例地迅速缩减。资产市场从来都不能完美地运作，但是大萧条时期巨大的通货紧缩和契约负债相互作用，摧毁了家庭的资产结构，也导致了消费减少，一系列连锁反应开始了。在 1929～1932 年间，超过9 000家银行倒闭，或者被暂停营业。

值得注意的是，美国银行几乎支离破碎，或者小得不能进行多样化服务，这也就意味着，它严重地受到了地区经济的冲击。例如，遭受了旱灾而收益欠佳的农业客户可能给当地银行带来巨大的压力，从而也会影响到其他银行。银行间的问题快速传播开来。如果城郊的银行助长股市泡沫的膨胀，它们就很容易受到 1929 年华尔街的冲击。缺少投资组合多样化的银行则会受到两边同时冲击——来自农业的冲击和来自股市的通货紧缩的冲击。

由此看来，股市崩溃的导火索是银行贷款的崩溃和信用扩张。那些原本满足于高回报率的借款人(毕竟，回报率是最先吸引他们的东西)被投资恐慌弄得非常紧张，因为原本高回报可以“抵消”正常的风险。初始保证金让资产价值缩水，导致了不良资产增长。借款人感到恐慌并离开市场。



商品价格下降

第四种关于产出经济危机的观点是，通货紧缩、债券和实际利率的相互作用。也就是说，价格下降阻碍了当期借款，有前瞻性的生产者相信销售和利润会在未来的一段时间内降低，而且偿还债务的负担可能会因为美元贬值而加重。另一条收缩渠道是通过现有的方法——归还贷款。这在价格下降而且失业率很高的时期实在是太难了。通货紧缩导致国家收益因为高实际利率而下降，投资计划也被不确定地推迟了。国家收益为什么会下降的另一个解释是，通货紧缩是在收入再分配的基础上从债务人向债权人转移，因此，后者的消费倾向一定会比较低。偿还贷款的价值因为通货紧缩而升高，因为债务人不得不偿还债权人更多的钱。所以，债务人会因为两种原因削减消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费。因此，国家收入的缩减和就业率的降低可能很大程度上是因为价格降低，以及价格降低对投资信心或者实际利率产生的影响。有迹象表明，1929～1932 年间的通货紧缩在很大程度上是不可预见的[参见汉密尔顿(Hamilton，1986)]。价格的进一步降低震惊了生产者和消费者，导致过去的决定失效。在一个通货紧缩的环境里偿还债务，确实会产生短期压力，这种压力会影响到经济体中各种人的短期消费计划。

资产价格收缩

为了解释第五种观点，我们先要了解资产价格缩水。前面提到的几种观点都集中在商品、劳动力和货币市场。每一个账户都是整体的一个部分。然而，那个几乎被遗忘的大萧条正是源于 20 世纪 20 年代的资产价格泡沫。巨大的上升动力制造了“漩涡效应”，肉商、面包店老板和理发师都开始疯狂投资(投机)。利用某人自己的收入和财产来购买资产是合法的，但是，通过从金融机构借款，这种行为被高度杠杆化了，从而进入了一个全新的风险世界。当资产价格缩水的时候，投资过度的投资者的处境非常危险，他们收集足够的资金来偿付中期付款，甚至有可能出现更糟的情况——偿付被征收的保证金。但是，1929 年的经济危机有一个很讽刺的现象。哪些人真正承担着风险呢？用凯恩斯(Keynes，1936)的话说，如果你向银行借了 100 美元而没有偿还，那么银行就出问题了。他非常准确地指出了一个严重的问题，那就是，一旦源头被破坏，那就意味着银行的资产负债表将出现很严重的缺口。金融媒介作用中断导致流动性减少，就像银行丧失对借款者的信心一样，召回贷款，以避免任何风险。

这次资产价格泡沫是怎样毁灭实体经济的？首先，“存量财富”即使没被毁坏，也被动摇了，所以财富效应阻止了所有的消费。其次，对资产的投资，譬如商品、厂房、机器等，停止了。第三，银行作为媒介，没有起到它们的作用，所以借款紧缩。第四，私人部门的资产负债表被破坏了，因而减少了可能的借款，从而消费减少。第五，困难的债务偿还被锁定在低价资产上，这些资产如果被出卖的话，并不会引起巨大的资产损失，也就导致了消费的减少。

为了了解 1929 年股市崩盘和大萧条的原因，我们需要了解资产杠杆的重要性，不只是收入，还有财富效应。在储备资产被消耗殆尽后，或者金融资产蒸发后，经济活动、工作、收入也随之陷入危机；随后，实体资产和生产性资产也受到威胁。

导火索是什么？

如果加尔布雷思—金德尔伯格的观点被大众接受，那么任何对投资者预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的扰动或者振动都足以引起泡沫。引起 1929 年经济冲击的一些可能的导火索是：引入了斯穆特—霍利（Smoot-Hawley）关税、美联储提高实际利率、早期的伦敦股市下降以及严格的借款条件。即使找到了恐慌的导火索，也无法消除恐慌，在提高利率和抵押保证金的情况下，回报率的缩水给资产价格施加了很大压力。城郊的银行很害怕借款人取出存款，所以变本加厉地压榨投资者，即向银行借款的人。事实上，美联储在危机导致借款条件变得苛刻之前，已经在几个方面提高了贴现率。欧洲国家随后也跟随美联储的政策，提高了利率来抑制经济活动。因此，美国提高利率和关税的做法在国际上遭到了其他国家的报复，从而打压了世界经济。假以时日，相反因素的联盟很可能建立起来，反过来会导致投资者预期的突然改变。很多的原因都可能导致泡沫破裂，通货紧缩的程度与股票价格被高估的程度是息息相关的。如果 1929 年经济危机没有爆发，它也会在不久的将来爆发，因为投机者已把资产价值推到了一个很荒谬的程度，红利已经远远无法达到人们的预期。

我们从中学到什么？

正常情况下市场可以独立运转，而且通常是理性的运转。然而，1929 年的经济危机展示出美国金融系统和政策法规的很多弱点。我们已经了解到，货币政策的制定和实施时间对于一国经济有着至关重要的作用。如果美联储在 1928 年能更快地提高利率、紧缩银根，1929 年经济就可能软着陆。如果美联储在股市崩盘后的回应能更适合当时货币流动性的情况，信用缩水的程度也可以大大减轻，召回率升高的压力也会减小，出售股票的压力也一样会减小。这样，泡沫可能会以一个更慢的速度缩小，而不对实体经济造成重大的冲击。政客纷纷为政策错误辩解，美联储已经走错路了，而且没有为经济提供足够的货币供给，从而导致了资产价格缩水和总需求减少。从这个失败的政策可以看出，经济系统需要"借款后备储备"。美联储吸取了这次教训，尽一切努力及时地重建市场，尤其是当挥霍者为实体经济制造了风险的时候，美联储为资产市场提供额外的流动性。1987 年的经济冲击就是一个很好的例子，而在 1997 年亚洲金融危机爆发的时候，货币政策被故意松动了，目的在于刺激投资。



美联储没有完全控制信用制造过程，所以他们缺少减少投机的力量。美联储对美国金融系统更强大的政策管制，已经成为 1929 年金融危机的间接结果。股票交易规则的缺陷也随之暴露出来。股票经纪人过于慷慨的借贷边际是这场危机的重要原动力，这种边际在 20 世纪 30 年代被提高到 50%。即使是这样，投资者的投机愿望和使用高杠杆率的愿望并没有被仅仅局限于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



20 年代。高杠杆率和缺乏风险意识已经成为股市历史上多年积累的基础。就像 20 世纪 20 年代的投资信托公司运用控制价格的力量一样，共同基金在 60 年代拥有了几乎同样的力量。对于边际借贷的危险——无论是私人借款还是大额借款，都没有人好好研究过。制造信用过程的不稳定性已经被破坏了，而且会在未来很长一段时间里影响整个经济系统。

历史会重演吗？

人们总是说，泰坦尼克号是不会沉没的。正如万能的上帝(Almighty)所说的那样，巨大的灾难并不总是人为的原因造成的。因此，任何关于道—琼斯指数是不会沉没的言论，都会让我们不寒而栗。很有趣的是，人们对严峻的危机的态度总是乐观的。对证券交易委员会和美联储的信任，使得很多人认为，经济灾难是会过去的，例如，大萧条就被认为是不会再发生的。这种信心一部分来自一系列综合法规的力量，执政者可以控制那些风险偏好者为了得到短期利润而产生"不可控制的乐观情绪"的情况。除此之外，美联储有合适的货币政策工具来调和经济问题，从而使经济软着陆。任何金融过剩都可以在短时间内被修正。而且，美联储和经济学家们从中得到的经验，确保了任何大的经济问题都可以被控制住，使其最终不发生；或者可以预见危机，然后采取合适的校正机制。这是人对人的能力的信任：政府可以拯救我们！

除了政府的问题，金融系统内部的冗余问题和一直存在的人类的贪婪，会一直对金融稳定造成威胁。也许大萧条的极限永远都不会在发达国家再现了，但是严峻而痛苦的矫正过程会毁灭福利和人们的生存环境，这一点仍然是可能的。为什么呢？政府可以选择通过使市场校正机制自己起作用的方式，让某些愿意承担额外风险的投资者付钱"赎罪"。另一种情况，也是更加严重的情况是：在上次的金融危机中，借款的人会破产，至少短期内会破产。总会有人想要印钞票，或者把国债货币化。或者与世界银行协调，来达成一种综合的策略以拯救崩盘的资产价格。总而言之，严峻的市场校正机制可能导致危机，从而引起人们生活水平在某段时间大幅下降。大萧条这样的危机是不太可能发生了，但是发生其他危机的可能性仍然存在。

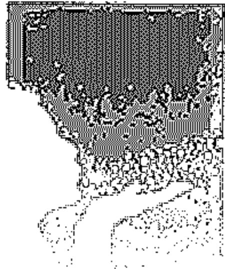
结 论

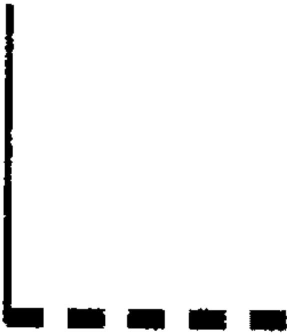
毋庸置疑，1929 年的金融危机是投机泡沫破裂的结果。危机的起源是金融问题，而不是经济问题。事实上，实体经济部门和生产部门在金融危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后遭到了破坏。股票经纪人扩大贷款和松动的边际借贷推动了早期的繁荣。来自银行以外的贷款和资金从生产投资领域被重新分配到金融投机部门，从而满足了投机者的投机愿望。这种资金从一个经济部门到另一个经济部门的转换，很可能比货币政策或者货币供给的增长率更为重要。事实证明，这种构成的改变和贷款方向的改变是没有发展前途的。利润也通过"过度交易"刺激了经济繁荣和新股的发行。那些并不是很精明的投资者只能使资产价格的波动更加剧烈和复杂。

实体经济部门在股市崩盘之后经历了严冬，公司、家庭和银行的资产结构都被破坏了。金融部门的严峻压力通过贷款召回的方式传播到实体经济部门。一个过时的信贷危机进一步降低了资产价格。金融部门媒介作用中断，遏制了实体经济的复苏，银行的首要目标又定位在修复自身预算平衡的问题上。经济危机带来了大量的资产价格缩水，私人部门和实体投资信贷需求减少。虽然大萧条的症状在商品市场和劳动力市场更容易被发现，起源则是资产市场和货币市场。不幸的是，美联储当时并没有足够的野心来应对这种形式和规模的金融泡沫，所以错误地理解了货币和信用发出的信号，而且他们过于信赖金本位制了。政策失误、破坏性的通货紧缩并没有超出人们的承受极限，因为金融系统中额外的流动性导致了利率降低，从而带来了新一轮的投机。美联储的这种恐惧总的来说是没有理由的，因为人们都陶醉于"投资安全转移"，譬如应对未来流动性不足的预防措施。我们从 20 世纪 30 年代学到的是，通货紧缩和通货膨胀一样，足以摧毁实体经济。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　日本金融危机的教训

引 言

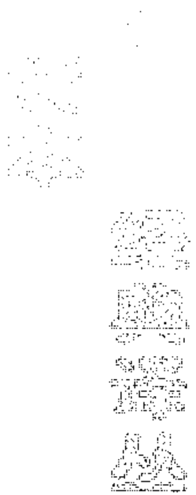
正如1929年，猖獗的资产投资、过度的流动性和过高的财务杠杆比率，催生了美国股市的泡沫，在20世纪80年代中期，同样的力量推高了日本股票和房地产价格。资产价格变得不可支撑，最终崩溃了，把实体经济窒息在它的道路上。2003年日经指数滑落80%，可以和1932年道—琼斯指数滑落89%相提并论了。日本公司之间的连锁关系只会使资产价格和经济活动下滑的螺旋运动更为复杂。日本经历了自第二次世界大战以来最严重的失业问题。事实上，虽然有些滞后，资产市场和货币市场的内部爆裂波及了劳动力市场和商品市场。金融业的信心缺失散布到了实体经济，体现在贷款收缩和风险厌恶上。日本的政策回应首先是等待和拖延，然后令人惊讶地发布“旗舰式”的破产。断断续续地运用传统的货币和财政的积极政策，并没有抵消总需求长期的萎靡。这种传统的策略对刺激经济复苏无效。旧时的策略，通过出口导向型增长，依靠美国作为火车头把日本从萧条中拉出来不再有效。本章列出了日本持续萧条的根源，以及为什么政策反应迄今都失败了。本章还研究了，股市为什么年年内部爆裂？日本模式有什么重要特性？它是否不再重要了？克鲁格曼的想法是什么？这种思想是不是过激了？以及亚洲其他国家的一些教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

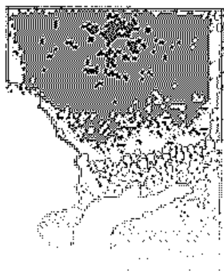
日本过去的增长策略

历史记录表明，第二次世界大战之后，日本经济的表现可以说是突出的。它的增长策略是建立在一些优势之上的，在此仅举几个例子：抢先行动、富余的美国消费者市场的打开、工业组织形式和效率、逆向工程、公司之间的紧密结合休戚与共、国际贸易和工业部(MITI)和日本央行(BOJ)的政府指引、直接贷款的容易获取、大量的储蓄。为了扩大和占领市场份额，政府提供包括便宜的长期贷款在内的各项措施，来支持工业和行业瞄准增长的目标，一致护航日本前行。在这场通往繁华的护航中，出口部分是领航船，收入弹性高的商品先行。日本在世界范围内的生产优势，仅仅在几年内就体现出来了。它的主要增长策略是搭美国市场的免费便车，利用它的高收入和第二次世界大战之后的发展潜力。即使美国陷入萧条，日本需要做的是等待几个月，它知道美国的复苏会是强健和迅速的。然后，它就可以免费搭乘全球复苏的便车。在通常只是短暂的萧条阶段，出口环境高涨可靠，日本权力机构没有必要实施积极的货币政策和财政政策。当非贸易商品处于效率之下，以及很多标准化产品的市场份额面临其他国家的威胁时，这种过于依赖出口的模式获得了成功，并显示出它的缺点。

因此，什么是日本模式呢？鲁比尼(Roubini，1999)列举了该模式的一些主要特征：



- 有着如下价值观的经济和社会体系：个人对福利的追求超越了对社会凝聚和集体目标的追求。
- 建立在受限的市场竞争和寡头垄断市场的架构之上，而不是自由市场竞争上的经济体系。
- 大部分市场上的大量的政府法规、干预和指引。
- 贸易保护的政体，相对于进口更优待出口和限制外商直接投资(FDI)的政策。

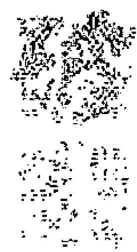


- 终身职业安全体系。
- 使家庭和公司偏向风险厌恶行为的隐性/外在的社会保险体系。
- 株式会社(Keiretse)的公司组织结构。
- 过程"改革"的模式，而不是"产品改革"模式。
- 建立在传统价值而不是推动创新和创造力之上的教育体系。

这是看待日本如何组织自己成为强大的经济势力的公正观点。其中，有几点值得重视。在这场向着经济发展的护航中，日本央行，特别是财政部(MOF)，控制了资源(便宜的贷款)流通渠道，使之流向工业以及同时具有长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期增长和出口潜力的部门。在他们看来，现在的市场份额意味着今后的利润。通过政府和工业部门之间达成的共识，日本可以进一步发展。更重要的是，政府对于许多工业中高于正常利润水平的现象，颁布法令：分配售权、隐性特权、市场分割和纵容价格操纵、私人分配协议。对那些承诺了国家（财政部）目标的公司，给予安全性保证、有保证的客户和保护性利润；那些没有承诺目标的公司，则没有特权获得便宜贷款的渠道。简单来说，日本大范围地应用工业政策来取得管弦乐般和谐的发展，避免了在他们看来不必要的重叠和竞争。



脆弱与毁灭的种子

一些经济学家认为，日本模式是日本经济成功的主要原因。现在坚持这个观点的经济学家更少了。当日本取得发达国家的地位后，在战后的早些年里曾帮助作为发展中国家的日本复苏的战略，就不那么有效了。甚至在这个模式中，之前所谓的"实力"，现在变为"弱势"了。

例如，在 20 世纪 90 年代，对作为信贷来源的银行的过度依赖，以及政府政策对它们的操控，得到了报应。发展欠缺的资本市场促使日本公司过度依赖银行的投资资本。当银行签订信贷合同时，可供的选择并不多，事实上，遭受着"日本溢价"的公司（以及银行）正在寻找离岸信贷。第二，财政部对竞争的规避和对资源的配置，只限制了市场传递信号的能力。这也就主要解释了，为什么非贸易商品部门从当初到如今都非常低效。第三，当许多"家族"成员陷入艰难处境时，公司机构之间以及与银行之间的紧密的连锁关系加速了多米诺骨牌效应。在整个关系网络中，弥漫了重压和紧张的气氛。第四，胜者扶持败者的交叉补贴文化和日本护航行动，一起拉动了对本国商品的一致倾向，以及对政治权威游说集团的生硬的保护，这些因素都把日本挡在了世界标准的现代化之外。第五，对出口的过度依赖，以及把国内工业顽强地保护在国外"威胁"之外，这种一边倒的政策最终带来了失败。

重商主义政策在一段时间内可能是有效的，但是最终美国会要求日本放弃它的"搭便车"政策。不幸的是，金融和投资不完善，归因于日本浪费了很多年的出口利润在美国资产的过高定价上，在不健全的股票市场投资和国内拙劣的"大而无用的"工程上。非常落后的金融投资履历给生产和出口的成功蒙上了很厚的阴影。在社会方面，日本像一家人一样，纵容工业部门的交叉补贴，扶持非贸易商品部门。这样，每个人都分享了繁荣的好处，财富遍布了整个社会。但是，当经济连续多年萧条时，这种"家族方式"的下滑，是无法庇护工业和破产压力的多米诺骨牌效应的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

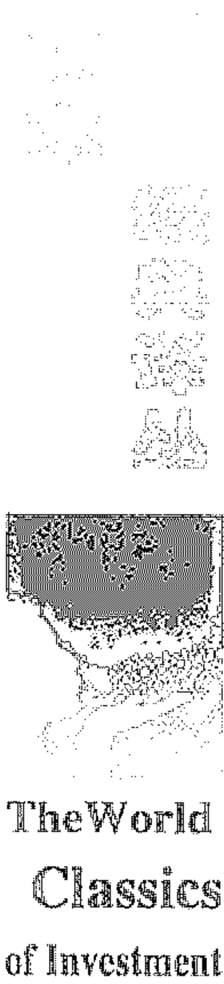
宏观经济的挑战

日本政策制定者多年来面临着来自美国政策制定者的挑战。走过了过剩的年代，在泡沫破裂之后，这些挑战相当典型。

- 迟缓的和间断的国内生产总值增长
- 资产价格紧缩
- 商品价格紧缩
- 金融部门的脆弱
- 金融部门的脱媒
- 投资者和消费者信心缺失

通货紧缩和进一步通货紧缩的预期窒息了实体经济，使得银行对借贷和投资变得胆小而犹豫。具有讽刺意味的是，日本需要通货膨胀，当权者需要确定一个通货膨胀的目标率，并确有实效地达到它。然而，如果银行不能从危机中顽强地恢复过来，这个目标就不能实现。

政策杠杆



正如之前讨论的那样，不应该低估日本企业和金融业的交织。股票和地产价格直接冲击了金融业的健全和它的放贷能力。当股票和地产价格上升时，金融部门具有充裕的资金和活跃的贷款需求。当股票和地产价格下跌时，情形恰好相反，金融业订立贷款合同时，是出于担忧和压缩资本充足率考虑的。这种担忧出于以下几点：不良贷款的增加，并且有扩大的威胁，以及资本充足率减少到了国际标准之下。在过去，财政部能够操纵资产价格（地产通货膨胀），建立了杠杆，随心所欲地使价格提高或降低[参见海斯（Hayes，2000）]。日本财政部是通过全面部署土地和控制遗产税来实现这个目标的。为什么日本在 20 世纪 90 年代不能依靠这个杠杆再度浮起的原因就很明显了，如果无法战胜房地产过重的紧缩压力，政府就不能控制需求总量。

至少在理论上，为了提高资产价格，从而刺激地产、股价，进而刺激银行贷款间的一系列联系紧密的反应，日本央行可以向体系中注入流动性。因此，日本财政部和日本央行可以用资产价格杠杆抹去过去的信用记录。那些处于紧张金融形势下和具有高度杠杠的公司，可以得到下一波由政府权力部门给予的资产价格膨胀的救助。地产抵押是银行贷款政策的核心。资产后盾比现金流转更受青睐。欠发达的资本市场使得日本的公司过度依赖银行，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从而间接地依赖政府指导规划。政府策略的核心是依靠土地价值作为抵押来贷款。资产价值和不确定的短期公司利润，驱动了整个信贷循环。

另外一个重要的政策杠杆是，政府权力部门对日元施加控制。在日元上的这项行动，影响了日本的整体价格水平。低价的日元使得日本的商品和资产在国外看上去很便宜。但是，日本在大部分时期都是惧外的。它设计了无数的规划和法律，使得日本资产留在本国人民手中。强硬的日元是外国人购买日本商品和资产的阻碍。如果当权者关注通货紧缩，低价的日元便更有利，因为更高的进口价格会提高国内价格水平，并为日本公司带来一定程度上的价格优势。来自国外的购买国内资产的投资者也会推高价格。日元的重新估价，和它带来的通货再膨胀，不应该替代结构改革。

因此，日本可以使用三个政策杠杆来应对通货再膨胀：税（地产和遗产）、货币供给的扩张和日元。另外的子杠杆，譬如收入税和名义利率的减少，或许也是复苏的道路，但到现在都是无效的。作为重要的外部复苏力量，美国的需求和一般的世界需求，能刺激出口增长和工业生产。尽管日元升值了，更高的生产效率，包括技术进步，会降低单位成本，从而增加国际竞争力。

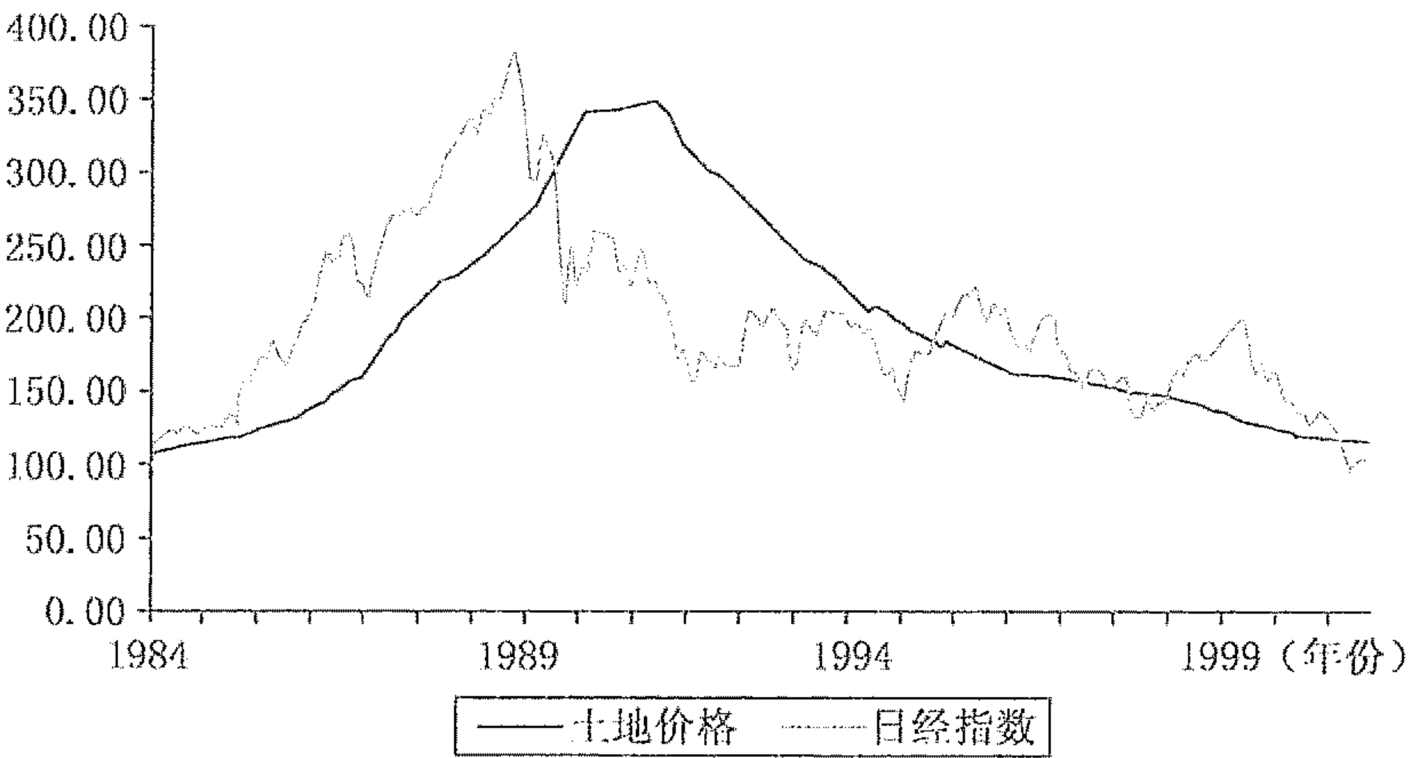
资产价格泡沫为何产生？

日本在 20 世纪 80 年代资产价格的大幅度上升，是由以下原因造成的：过高的资产负债率、日本公司间金融和实体资产的交叉所有、累积的贸易顺差、日本央行制定的货币供给、股票和房地产上的投机行为，以及过度借贷用于私营部门投机的财政系统。30 年以来的流通账目的剩余也产生了大量的流动性，从而进一步助涨了资产价格膨胀。日本承受了长期的萧条，无法处理好引发自身经济问题的根源，基本上处于在政策失败的泥沼中打滚这一状况。两个关键的诅咒：日本金融公司面临的债务积压（不良贷款），和一般由投资者面临的资产价格倒挂（不良资产），连同通货紧缩，扼制了任何潜在的经济复苏。从图 11.1 中可以看出，东京股市多年来疲软——在 80 年代后期达到39 000点后，在 2003 年跌到了7 780点的低位。商品房价格在 90 年代后期回到了它们在 1985 年时的水平。这种逆财富效应严重限制了消费者和企业的支出，压低了销售、收入和就业。

1990 年是明显的震中，在它之后的很多年里，资产市场总体的过高估价给整个经济带来了震荡波。投资乘数和货币乘数被用于整治整个市场的颠倒和突出的收缩。然而，货币市场（大量的流动性）和金融部门（宽松的贷款）带动了股票和房地产市场。因此，日本泡沫的源泉归因于这三个市场的交互



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：土地部、基础设施部、运输部以及日本银行(BOJ)。

图 11.1　土地价格以及日经平均指数(基年：1984=100)

作用。

从图 11.1 可以看出，日经平均指数在 2003 年第一季度倒退到之前 20 年的收益。股价回到了 1983 年的水准。从 1988 年39 000点的顶峰掉落到近来 2003 年 7 780 点之低，跌幅达到了惊人的 80%，这可以和商品房市场上的跌幅相比。尽管这是最高点和最低点之间的极端比较，但从 1992 年平均的20 000点到 10 年之后的 2002 年平均的10 000点，也有一个巨大的 50%的跌落。这是日本资产价格紧缩的最坏阶段。在这样极端通货紧缩的重压之下，难怪日本的实体经济和国家的资产负债表会受苦。但是，当日经指数一度从它的7 780低点重整旗鼓到超过 11 000 点，仍能看到日本经济会在 2003 年后期复苏的希望之光。国内生产总值增长，更重要的是，国外针对日本形势和周期性股票的采购，支撑着股票价格。全球复苏的前景提高了日本周期性股票和出口类股票的购买意向。正如之前讨论过的，如果股票足够可支撑和有活力，股票市场的上升会增加金融业的活力。从某种程度上说，日元可以看作全球复苏的代表，这就能够解释，为什么国外投资者会把日元作为基准的资产。在 2003 年，他们通过日经股票价格上升和日元升值，得到了双重的资本收益。

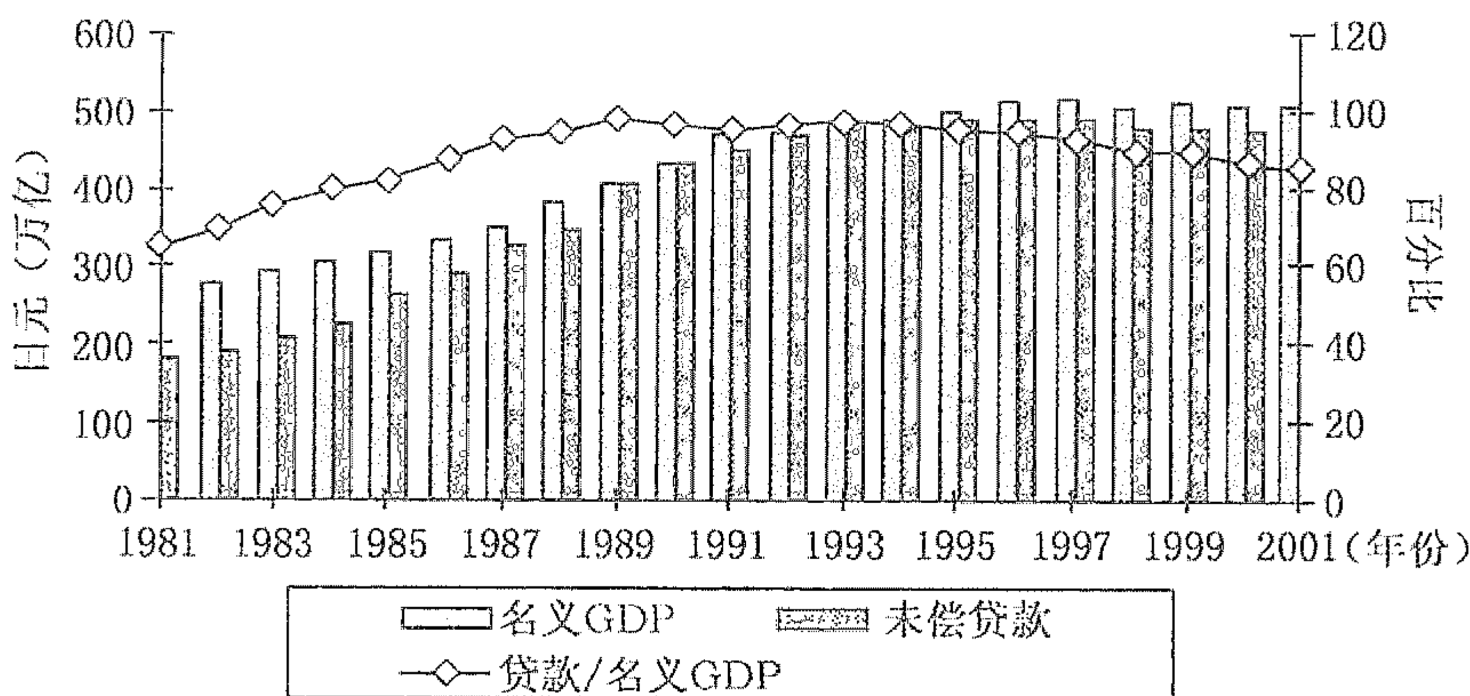
金融的而不是经济的制约

在日本，看上去的经济危机，实际上是金融危机。停滞的经济指标仅仅是金融问题恶化的征兆。日本失去了它金融的脉搏和心跳，就像血液在身体中的循环减慢。日本的金融部门面临着：利润的减少、不良贷款占据很高的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比例、资产负债表受损，以及全体的厌恶承担风险。信用缺失窒息了实际部门。金融脱媒现象产生了：金融部门吸纳存款，但是出借给他们的顾客时很不情愿、小心谨慎。就在这个时候，设下了银行业流动性陷阱。在仍旧处于通货紧缩中的20世纪90年代后期和21世纪前期，通过持有债券，依靠它在融资时更具有优势的收益，日本央行煽动利率，为金融业提供了一笔横财。早川和前田（Hayakawa and Maeda，2000）强调了这一点："在银行同业拆放市场上，出现了出乎预料的现象——当日本的银行接受了异常的'零利率政策'时，银行提供的资金不是被当作银行准备金保存的，而是被当作TAN-SHI公司（货币市场的经纪自营商）的现存资金积累着的。"因此，货币传导机制受损，或者说，失去了它的信号，简单地说，日本陷入了凯恩斯类型的流动性陷阱。日本面临的最艰难的挑战是，怎样解决银行资金储备。图11.2显示了贷款绝对值的崩溃和占国内生产总值的百分比。



资料来源：日本银行（2004年）。

图11.2　贷款趋势和名义国内生产总值（1981～2001年）

银行不愿意放贷，消费者也不愿意借款。日本银行贷款方面的任何显著的供给方的重建，都受到了一些限制。首先，营业利润会提高低的资本化水平。这里又一次地，政府对设定不恰当的资本水平的关注，与对银行放出更多贷款的期望争执不休。其次，政府鼓励银行用营业利润来抵消呆账，进而降低高于正常水平的不良贷款。但是，当消费和资产价格依旧疲软时，这项策略会产生损伤性的副作用，在短期内减少贷款，从而进一步增加对流通的贷款的怀疑。第三，当借款给日本公司的危险性依旧很高时，银行很不乐意暴露在更多不良贷款的风险之中。这里的核心问题是，不良资产并不就是不良贷款。这个窘境与其说是信贷紧缩，不如说是信贷僵局。通货紧缩的乌云笼罩着企业，当回报率很低，甚至比实际利率更低时，借款人就不再有借款的动力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本资产价格泡沫:流动性根源?

毫无疑问,作为一个过多货币追逐过少资产的案例,日本金融体系中的过量的流动性全方位地推动了资产价格走向更高。这场泡沫的一个货币主义解释是围绕着日本经济在20世纪80年代建立起来的过量流动性的。据梅尔泽(Meltzer,1995)所言,为了让日元相对于美元贬值,日本央行有目的地扩大货币供给,这一点在1985年的"广场协议"(Plaza Accord)中很和谐地达成了一致。第二个解释是从宽松的贷款政策出发的,它指向了不恰当的风险管理和过度依赖资产支持,而不是日本银行的现金流。由私营企业引发的高金融杠杆率,以及对之缺乏监督,加强了资产价格的膨胀。公司(Ziabatsu)之间的股份交叉互有,也妨碍人们做出谨慎的判断。日本泡沫的第三个解释是缺乏谨慎的监督,这主要体现在道德风险和野心过大的贷款政策,这部分是由政府通过"担保大家"的安全网络从背后支撑的。政府的规章制度和对避免竞争、合并、接管和破产的保护,使整个银行系统独立于市场规律之外。"护航手段"被采取,并且健康的银行要反向补贴或者拉一把较弱的甚至生存不了的银行。第四个解释是,日本由出口带来的财富正大量累积起来,并且寻找投资的机会。很多日本投资畏缩于海外投资,一部分原因是出于汇率风险的考虑,另一部分原因是由于对海外投资机会的不熟悉。到20世纪80年代,日本银行处于世界最大的行列中,并拥有了超级债权人的称号。

从以上陈述的一些原因来看,大量的贷款被用来投机,把资产价格推高到了一个甚至不能产生长期正常回报率的高度,这就解释了为什么泡沫会扩大到这样一个水平。换言之,回报率达到了不可持续的高度。泡沫的刺激不仅遮蔽了无法预见的泡沫即将内部爆裂的程度,还遮蔽了日本被毁灭性的资产价格贬值窒息的程度。到了20世纪90年代,日本涉入了未知的领域,危机包含着一套新的挑战,考验着日本央行、财政部以及日本公司的技能和策略。

采取何种出口增长策略?

很多年来,日本依赖出口导向型增长,特别是对美国的出口,所以它还会等候美国复苏的火车头把它从萧条中拉出来。在20世纪90年代,日本出口年增长率大约在3%左右,但远远不够抚平或抵消整个90年代50%~80%的价格紧缩造成的严重伤害。此种通货紧缩抑制了国内投资,给日本带来了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更低水平的消费。尽管国际收支经常项目顺差，相对于国内生产总值的百分比来说，平均高于 90 年代的 2.5%的国内生产总值百分比，但它们在征服通货紧缩的破坏力时还不够强大。

为什么这样一个有力的出口反应，不足以把通货紧缩的日本从持续的萧条中拉出来呢？首先，泡沫带来的财富的绝对减少，需要在很多年内注入流动性，这还需要出口增长的弥补。即使 3%的国际收支经常账户顺差，再加上出口扩张，也需要至少 15 年的时间来抚平 50%的资产价格的滑落。修复日本的资产负债表要花费很长时间。其次，当美国在整个世界经济上的份额缩减时，对美国市场的依赖也失去了一些火车头力量。第三，90 年代的大部分时间只有温和的货币支持和财政刺激，这个孤注一掷的策略注定是不合适的。我们在下面要研究，为什么货币政策和财政政策无法刺激日本的经济。

货币政策的失效

20 世纪 90 年代，日本政府是如何想办法使它逐渐衰弱的经济通货再膨胀的？"扩张的"货币政策，包括降息，都是复苏战略中的一部分，从 10 年中最高时的 1990 年的 7%下降到 2000 年的 0.25%左右极端的低水平（如图 11.3 所示）。但是，经济的恶化和 1998～1999 年间 3 倍之深的萧条的威胁，促使日本央行采取了实际上的"零利率政策"。我们现在来检验，为什么一系列的降息政策都失败了。

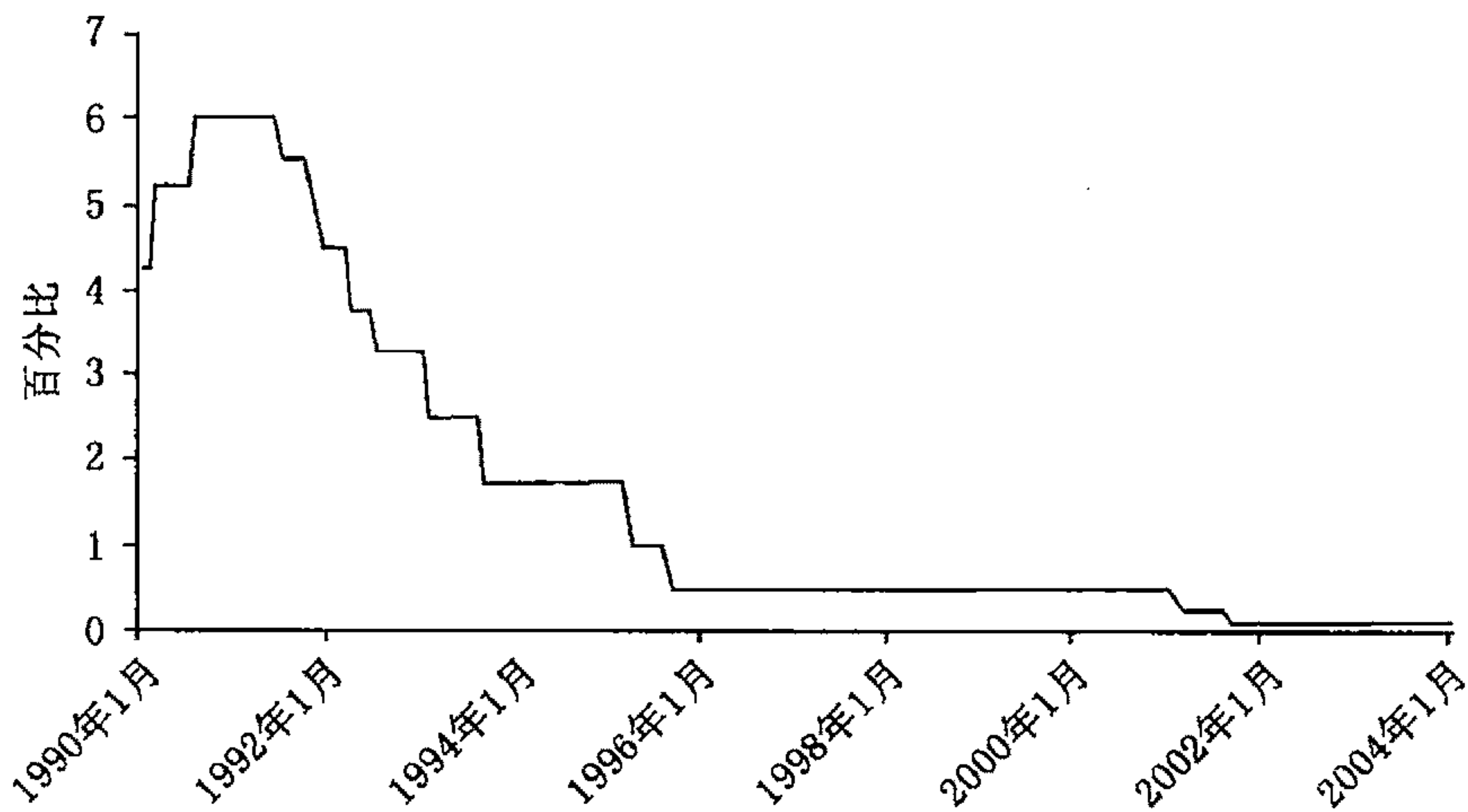


图 11.3 日本银行现金比率（1990～2003 年）

在需求方，商业活动和消费者的信心缺失，企业的回报率面临严重的下滑压力，贷款需求因而依旧微弱。尽管银行贷款在 1985～1989 年间以 11%

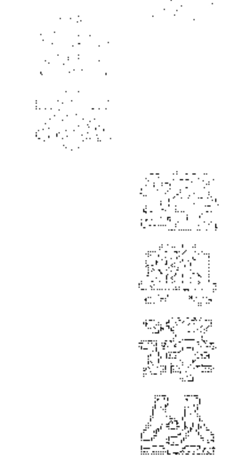
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的比率增长，在 90 年代中期，它猛烈地收缩到了一个负的地步。从图 11.2 可以看出，从 90 年代早期开始的大量的以及决定性的信用和贷款的减少，很大一部分可以用来解释 90 年代早期资产价格同等剧烈的滑落（伴随滞后）（如图 11.1 所示）。因此，依靠低利率政策的明显的货币"扩张"，并不足以抵消迟缓的货币供应增长带来的紧缩效应。这种无效在 1997～1999 年间尤其明显，早川和前田（Hayakawa and Maeda，2000）指出："过去两年内，货币和经济增长之间的关系，看上去和正统经济理论告诉我们的很不同。这就是，货币增长在 1998 年加速，而经济处于萎靡；在 1999 年，当经济赶上来时，货币增长减速了。"传统经验主义的关系看上去步入了迷途。

货币传导机制：被堵塞的管道？

日本遭受了"堵塞的管道"综合症，货币刺激并没有传递到经济活动中去。不止一个，很多货币传导机制运转的渠道都堵塞了。

货币主义者对货币传导机制的观点，更注重于货币的质量和现金的协调作用。由于经济主体根据相对价值和边际效用的变化调整他们的投资，很明显需要更广泛的货币传导机制。20 世纪 80 年代过量的流动性，把日本所有的资产价格都抬高了。



弹性的方法是运用利率和汇率手段。第一个手段倚重利率改变对投资和耐用消费品的影响，第二个手段关注汇率改变对出口的影响。日本在第二个手段上看到了很强的反应，而第一个手段还没有。从需求方来看，相对历史水平，资本成本"看上去"很便宜，但回报率更低，也就是说，MEI<r，所以就没有动力吸引新的投资。实际利率同样"看上去"很低，甚至是负的，但是对资本损失的忧虑和资产价格会明显上升的微弱前景，使得没有对长期资产进行投资调整的急需，也没有对信贷的大量需求。



货币传导机制的第三个着眼点是信贷渠道。关注银行贷款渠道是因为，中央银行可以通过改变政策来影响银行的存款和贷款的投放。但是，在日本的例子中，日本央行的低利率战略为银行持有债券提供了横财和无风险的回报。这就缩减了银行贷款的扩张，因而也避免了承担更多的风险。

另外一个重点是银行资产负债表渠道，因为银行的"健康"运营会影响信心和它自身的贷款政策。在对日本银行资产重组的极大需求和对银行利润空间挤压的前提下，一定程度上由于风险规避、信息不对称和资产价格持续萎缩，出现了信贷紧缩的倾向。日本不良贷款的大小占到了国内生产总值的 15%，支撑这些贷款的资产质量不可靠。在这种情况下，由于信息不对称，很难鉴别哪些顾客是值得给予贷款的，哪些顾客是不值得给予贷款的。更有甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，由于未实现利润通常可以计入银行的资本，疲软的、下滑的权益价值打击了资本充足率。事实证明，这种权益价格间的紧密联系，给日本银行业的活力带来了麻烦，日经指数低于 15 000 点，被普遍认为是对整个日本金融业来说非常危险的。日经指数尽管从 2003 年的 7 800 点上升到了 2004 年的 11 000～12 000 点的交易范围，它对日本银行系统的稳定依旧是个威胁。

另外一个影响是，银行机构希望利用日本权力机构的特权来重构它的资产负债表，这种行为削弱了实体经济。基准利率的正式降低有利于银行，因为这样就能保持或扩大贷款利差了，因而增加营运利润，可以冲销进一步的坏账。在政府创造的安全体系中投资，银行不用冒着贷款风险，也避免了可能遭遇的破产，从而可以收获可观的利润。此种银行行为的遗留问题是，银行贷款量有可能不会增加，实体经济也许不会振兴。短期利率从 1990 年的 7%下降到 1997 年的 0.5%，但银行贷款在这期间每年只增长了 1.5%。从 21 世纪伊始，利率减为 0.25%。银行谨慎的低风险的借款政策，可能对修复银行的资产负债表有帮助，但不能刺激需求总量和资产价格。窘境就出在这里：疲软的资产价格产生了更多的不良贷款，继而削弱了银行资产负债表，资产负债表的损坏进一步降低了贷款信心。收入增长消失了，进一步压低了资产价格。这是最坏阶段的金融脱媒，货币传导机制在此反向运作，加上银行的理性行为，实际上经济萎缩了。

家庭资产负债表的受损对需求总量产生了同样性质的收缩。出于对撤回资产的高交易成本的担忧和普遍的非流动性，消费者和储户更偏好现金。偿债成本同样暗含着对资产负债表的修复。在分析货币传导机制的效能时，经常会忘了它对私人机构的资产负债表带来的破坏。负面的财富效应、销售疲软时的债务偿还，以及资产负债表修复影响了期望和消费。贷款需求相应收缩了。

日本展示了货币传导机制阻断贷款渠道的所有特点，不仅仅是抵消了任何理论上的弹性和利率渠道的利润。简单地说，就是主要由资产价格紧缩造成的回报率的衰退，比贷款价格衰退得更快。因此，投资边际效率退回到了这样一个水平：借贷方之间的贷款供求，收缩到了几乎停滞的阶段。

财政政策的失效

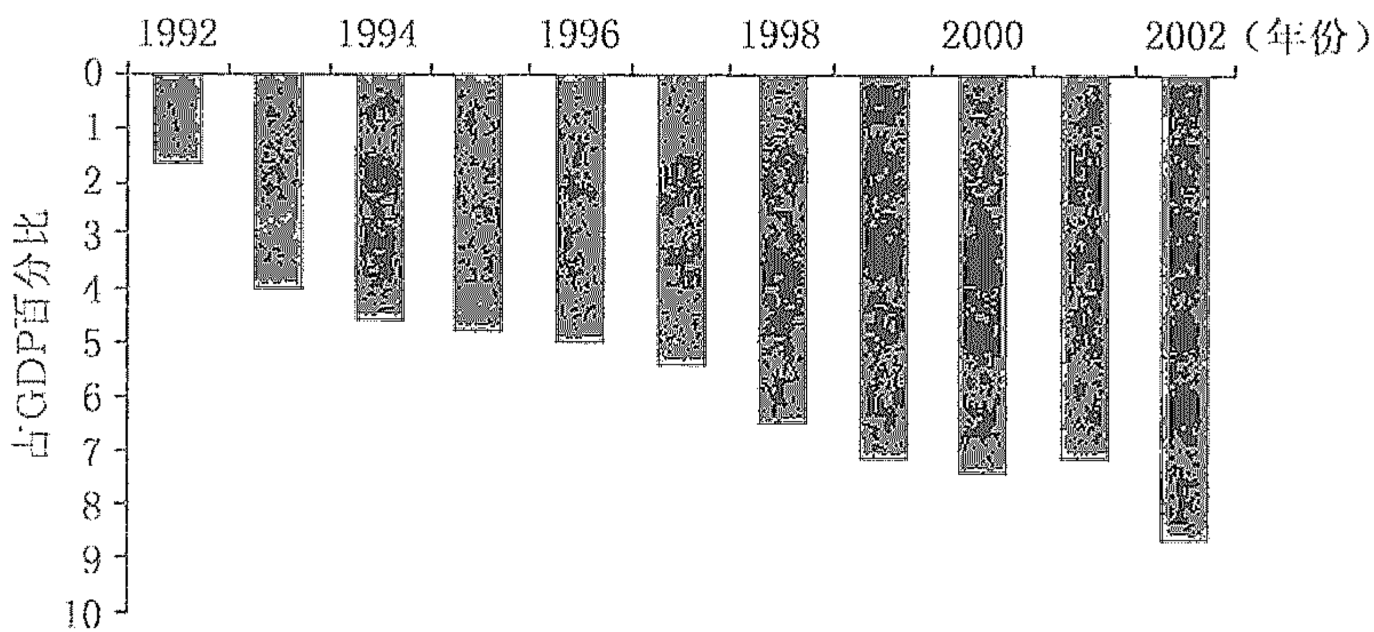
财政政策是刺激经济复苏的另外一个重要的选择，通过尝试大量的公共项目和增加政府花费来提高需求总量。20 世纪 90 年代一系列尝试性的财政复苏手段都粉碎了，其中包括 1998 年中期 1.2 亿的方案。这种财政的推动力有理论的支持，但最终结果却是令人失望的。为什么？因为很多项目没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有长期经济价值，乘数低，减税被认为是暂时的，私人部门资产负债表遭到破坏，很多经济部门害怕将会有更坏的价格萎缩。日本的人口统计显示，逐步老龄化的人口（包括大量的退休人员）、他们的处于不确定中的保险，以及失业率的升高，一定会拖累消费的意愿。资产价格持续下滑的压力进一步破坏了银行的资产负债表，因而银行在生产性投资贷款上做出妥协。尽管 1999 年利率仍然很低，但房地产、商业和股票的回报率同样很低并且脆弱。

在 90 年代中期，也出现了一个政策错误，认为复苏正在可持续地进行着，从而过早地尝试运用了财政的收缩（增税）。事后看来，这个财政主动出击是不恰当的，并且只会使任何潜在的复苏都延后了。有一些证据表明，90 年代早期日本基本的结构性预算"赤字"，实际上是预算"剩余"。

从图 11.4 可以看出，尽管运用财政政策有误，权力部门确实是在试图恢复经济。预算赤字占 GDP 的百分比从 1992 年的 1.75%，吹气球般地膨胀到 2002 年的 8.5%。这些数字的波动性很大。但是，应当小心对待这些原始的预算赤字数据，因为没有根据周期调整过它们。90 年代经周期调整过的平均预算赤字占国内生产总值的百分比不到 2%，实际上对需求总量的刺激很微弱。最近经周期调整过的数字甚至可能只有原始数字的一半。



资料来源：经济合作与发展组织。

图 11.4　日本预算赤字（1992～2002 年）

有很好的理由来相信日本的政策指导型的扩张已达到了极限。从货币政策的前景来看，利率达到了历史的最低位，实际利率甚至是负的，因而似乎已经没有多少政策利用的空间了。一项限制政策规定，日本央行的隔夜利率只能接近 0 而不能低于 0。把实际利率推向更低，就必须要提高通货膨胀率，这在资产价格紧缩、工业和金融部门重构和担忧失业的情况之下是一项艰巨的任务。在当前，压低名义利率和实际利率看上去是遥远的。另外，日本央行的任何促进流动性的行动都会陷入金融业的流动性陷阱。既要修复资产负债表，又要避免风险，依旧是金融业的首要目标。以货币为基础的扩张的货币积极政策，都因为金融业阻止货币供应扩张而宣告失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当金融脱媒进一步压低了资产价格，激增了不良贷款，并削弱消费和投资时，日本的货币政策无法刺激消费和生产。需求方不能强迫经济主体借款，因而货币政策就如同在“推绳子”[1]。在 20 世纪 90 年代这 10 年中的大部分时间里，回报率要么疲软，要么在下降，在这种前提之下，潜在的投资者怎么会想要借款呢？银行以贷款需求收缩为它们谨慎的贷款政策辩护，而那些被银行拒绝发放生产投资贷款的潜在投资者，都认为他们是信用可靠的客户。这是一个僵局，下滑的资产价格挑拨离间了借方和贷方。

过度依赖用以刺激消费的实际低利率也值得争论。长川和大岛（Nagagawa and Oshima，2000）做的一项研究表明，日本消费者/储户受收入的影响更大，而不是低利率的替代效应。为什么？因为安全资产（流动资产）在他们的投资组合中所占百分比大于 60%，对贷款的依赖很低。日本老龄化的人口在这种情况之下倾向于储蓄更多。英国和美国的情况完全相反，安全资产的比率很低，利用贷款的意愿远比日本要高。因此，替代效应超过了收入效应，实际低利率促进了消费。

日本公共债务约占国内生产总值的 200%，是经济合作与发展组织的国家中最高的，利用扩张的财政政策就显出了它的局限性。保守主义和平衡预算的观点也限制了一系列预算赤字，因为这会进一步增加长期债务并导致在将来增税。为响应 90 年代预算赤字对日本国债的累积效应，利率在收益曲线长尾处的升高，已经在货币市场上变得明显。日本的人口统计也作用于预算赤字和国债。日本的逐渐老龄化人口会在中期之后冲击政府预算，让政府背负长期负债。

考虑到日本财政政策的有效性，这里存在一个问题：减税对提高个人消费是否有效？消费者储户必须相信减税是永久的，会提高永久性收入。结构性改革会促进将来的生产力，这一点可能会说服消费者提高消费水平。但是，减税至今都没有触发消费反应。财政政策无效的另外一个主要原因是：在经过周期调整之后，明显的刺激就变得适中了。

出口导向型增长也有它的限制，与美国间的巨大贸易顺差会引起国会的注意和报复性措施。迟早会有一个时点，在该时点上，美国经常性账目赤字占国内生产总值的百分比被认为过大了，市场责难会使美元贬值而日元升值。

克鲁格曼的洞察力

日本如何走出流动性陷阱？也就是说，如何说服投资者和消费者更偏

[1] 详见本书第 152 页注释。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向消费而不是储蓄，更偏爱资产而不是现金？克鲁格曼(Krugman，1998)提出了大量印制货币的论断，目的在于，随着资产价格上升，促使经济机构为避免错失由资产价格上升而导致的利润，放弃现金而选择资产。不仅现在的货币政策必须是扩张性的，未来的也必须是，对于日本央行，就需要可靠地承诺，会持续(资产价格)通货膨胀一直到将来，也就是设定一个通货膨胀率目标，然后日本央行使尽浑身解数来实现它。有些经济学家主张2.5%的目标。上升的通货膨胀预期才是日本经济复苏的关键，这不仅仅是因为低利率而导致资本成本减少。大量的流动性应该才是货币政策的中介目标，而不是便宜的货币。通过扩张货币供应增长率至少到国内生产总值增长率的2.5倍，以及推动实际利率到－2.5%，就很少会有动力去储蓄，而会更多地去消费。

克鲁格曼(Krugman，1998)赞同，此种负实际利率的代价可能导致日元进一步贬值，但在他看来，这会给通货膨胀和通货膨胀预期施加反向压力。生产、出口和资产价格会从这样的贬值中获益。但是，在亚洲区域中值得担忧的是，日元的贬值会引发中国贬值它的货币，并在此区域中引发一系列竞争性的贬值。亚洲其他国家希望通过"出口导向型的复苏"来脱离现金危机的任何前景都会消失。因此，克鲁格曼的在日本印制货币的万能药，的确包含了风险，不是通货膨胀的上升，而是区域不稳定。

但是，克鲁格曼的建议有没有指出危机的根源呢？有，这就是日本面临需求方而不是供应方的问题，因为投资者和消费者的信心都降低了很多。在许多方面，虽然处于很低的收入水平和疲软的增长中，日本为了弥补流失的财富和失败的投资决定，在20世纪70年代和80年代早期"过度储蓄"，在80年代后期"过度投资"，然后在90年代"过度储蓄"——纵然处于低的收入水平以及经济增长缓慢的时期之中。节俭的一个典型的矛盾就是，对个人是理性而多产的，对整个经济体却不是。对克鲁格曼的回答可能是"不"，因为在凯恩斯传统理论中，没有通常的通货紧缩螺旋，只有下降的资产价格漩涡，资产价格漩涡不仅会削弱收入和消费流，还会削弱公司和金融部门的资产负债表。克鲁格曼建议的优点在于，任何通过提高经济活动收益率来推动需求总量的措施，都会提高资产价格。但是，这样一个复苏的方法，是间接的也可能是缓慢的，可能需要一个更直接的方法来支撑资产价格。

日本的政策回应：为何如此无效？

第一个错误就是，允许经济失去它的活性。一个被折磨到停滞和失去信心的经济，需要巨大的能量来重新启动。为了重拾消失的活力，任何复苏战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



略的中心是发动经济"一跃而起"。政策反应被遗忘得"太久"了，对先前的收入流造成了严重的损失，并使得资产价格紧缩破坏资产负债表到了使得不流动公司破产的程度。

资产价格紧缩影响到了经济中的各个部门，并不限于单独的资产市场。在某种程度上，正确的反应是使资产价格再膨胀，再度刺激收入流的有效循环。日本的第二个错误是，当资产市场对本已虚弱的金融机构施加压力时，没能阻止不良资产的邪恶去腐蚀不良贷款。日本的错误是，把伤口放在了金融部门而不是资产市场。

第三个错误是，采用了增强的、零碎的方法重振日本经济。政府利用积极政策和低乘数，不足以启动经济。政府颁布了一系列刺激措施，但对经济活动的影响很少。财富和资产价格大幅度减少，日本央行需要一记重击来重新启动经济，需要更激进的和更全面的政策促进。

第四个错误是，依赖供应方解决供给过度问题的策略。财政刺激面向了公共事业花费和公共部门的复苏。提高生产能力的目标设定和指示错误，很多这些项目包含很少的短期生产价值。

第五个错误是，一旦经济停滞了，就会过度依赖便宜的货币和低利率的货币政策来迅速启动它的策略。这项策略在喧闹中落幕。货币传导机制的其他渠道、货币供应增长和流动性对经济复苏都是重要的，日本仅仅是刚开始觉察到这些教训。金融危机后，其目标就是通过制造货币和信贷扩张来提高资产价格。

日本金融危机的教训

20 世纪 90 年代日本经济大部分的惨痛遭遇和无法复苏，都能追溯到 80 年代的资产价格泡沫，以及与之相随的宏观经济管理混乱。在 90 年代的大部分时期，有两朵乌云笼罩在日本经济上空——资产价格倒挂和债务积压。资产价格的崩溃造成了大量的通货紧缩，破坏了公司部门的资产负债表，进而传导为实体经济的停滞。尽管日本流动性过度的源头与东亚的有些区别，但流动性过度的结果一直以来基本上是一致的：资产价格产生泡沫并最终泡沫破裂，在经济的所有部门引发了重要的反响。亚洲其他国家主要关注的是，日本金融部门如何应对长期的资产价格紧缩，即如何管理不良贷款，如何在高风险的公司环境中进一步扩张信贷。然后是日本政府如何帮助不知所措的金融部门度过资产负债表损坏和信心缺失的难关。第三个关注点是，在一系列通货紧缩的背景之下，日本传统的政策激励在促进消费流方面的效用如何？亚洲可以从日本的金融梦魇中学习到"什么不该做"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了复苏，多管齐下

针对日本问题的复杂性，需要及时而综合的政策努力来刺激经济活动。虽然改革供应方有必要，但更紧迫的是重振国内需求。

首先，日本央行在制定货币供应上要本着大爆炸式的思想，更激进些。提高资产价格和回报率的关键在于过度流动性。在将来通货膨胀和日元贬值的威胁之下，经济主体需要从现金中走出来。

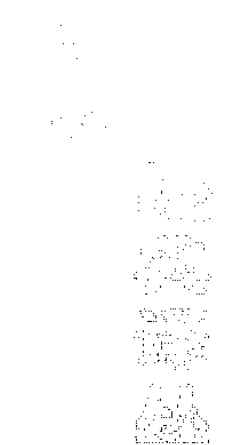
其次，提高消费和耐用品需求会影响到回报率。刺激收入比压低已经很便宜的资本成本更有助于提高盈利性，因为更高的投资回报率会促进更多的投资。因此，总需求方的刺激会鼓舞乘数—加速器的交互作用。为了重建个人消费，在这场战略中，永久的减税会有所偏倚，而政府支出则不会。

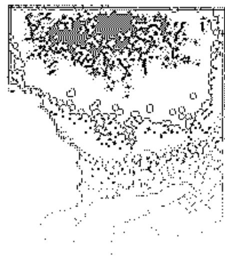
第三，应该优先考虑私营部门资产负债表的重建，而不是金融机构的资产负债表。不良贷款问题制约了金融机构的活力，提高资产价格会间接地缓解它的严重性。

第四，必须维系公众对金融机构的信心。因此，必须对存款保险和金融机构的资产重组建立公共基金。

第五，为了扶持房地产价格或者清理过量的库存，或者两者兼有，政府必须把关注的重心放在过度供应的房地产上。放任资产价格紧缩，会拖累金融机构和股市陷入更深的危机。刺激住宅房屋建设是促进消费需求的关键。

第六，旨在改进金融机构效率的措施可能会产生长期效应。毫无疑问，国外的竞争力和收购合并竞价会使得日本金融机构更有效，成本更低。但是，这种需求方的积极政策会引发严重的短期的过渡问题，对资本化和信贷产生相反的效应。





克鲁格曼解决方案的效果

克鲁格曼的解决方案如果被执行的话，在一定程度上将是正确的，并且亚洲地区也许会眷顾到一些好处。首先，便宜的日元会刺激日本的国内需求和国外的出口，重振日本的收入增长。预期通货膨胀成为激发消费的力量。收入增长的复苏会鼓励从亚洲其他国家进口更多。其次，亚洲金融机构不良贷款的构成问题，在日元贬值之后就减少了。第三，日元贬值的前景会使日本投资者转移到“便宜的”亚洲资产中。日元会走强，而预期期货价格会降低，这会带来第二波流向亚洲的国外直接投资浪潮。第四，通过较强的美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券市场，流动性过度会使得日本在世界范围内出口它的低利率资本。日元的贬值压力有助于现在出口资本和购买美国债券。充满活力的世界活动是亚洲尽早复苏的先决条件。

然而，日元贬值也有负面影响。许多亚洲的出口国将面临竞争压力，以及以美元计价为主导的外国债券相反的价值效应。中国货币贬值，东南亚劳动力密集型商品出口国的货币也会跟着贬值。在某种程度上，便宜的日元意味着更贵的美元，亚洲外债面临上升压力。

一个正确的政策反应

尽管在债务积压和资产价格倒挂的两大包袱之下，日本经济步履缓慢，通过刺激总需求方，仍然有实实在在的机会复苏经济活动。近来，供应方的激励无法解决基本的需求方过量的问题。为了繁荣总需求，不仅金融部门，实体经济也需要"大爆炸"式的方式。为了使累积动力最大化，方案包中需要多管齐下，并一起被执行。然而，如果可能的话，日本政策制定者必须留心提高紧缩的资产价格。

因此，扩张是有活力的，日本会提高对东亚商品的需求，促使亚洲外商直接投资回弹；扩张是深入而流动的，日本以世界上较低的利率来支撑美国和欧洲的复苏，

日本停滞的教训

日本经历的关键一课是，在泡沫开始崩溃后，资产价格紧缩的破坏力会缠住经济好多年。公司和金融机构资产负债表的损坏会使消费流收缩，这是因为债务偿还优先于在耐用品和投资上的新消费。多年来逆行的财富效应，在经济系统中传播着增长紧缩的浪潮。因此，用来弥补私营部门紧缩的需求方刺激，需要避免债务积压和资产价格倒挂这两个毒物。

政策制定者优柔寡断的代价是沉重的，这表现在对资产负债表更严重的破坏，以及通过倒转的乘数对经济其他部分的扩散效应。等待市场的自然的"自我纠正力量"可能是没有结果的，因为通货膨胀率、工资率和利润率的改变，在量上不足以抵消在股票财富上造成的巨大损失。资产价格跌落了50%，即使价格和工资每年稳步的下降也不能够治愈，除非等上10年。为了重建资产价值，虽然达不到之前的水平，东亚的政策制定者需要当机立断。

重振金融机构的健康占据了优先地位，因为贷款流量是危机后加强经济活动的关键，实际上也是支撑下降的资产价格的间接因素。然而，金融机构不能够以牺牲公司部门和公众为代价来改善它自己的财务状况。银行股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者应该挑起一些复苏的重担。

结 论

资产价格泡沫是富裕国家特有的，例如，荷兰、英国、美国在它们的顶峰时期都遇到过，这回轮到日本了。重商主义的日本沦落为它自己成功的受害者，这一点是毫不奇怪的。财富聚集的代价是资产价格膨胀和包销投机狂热。与过去的由于存货和产出过剩而引发的萧条不同的是，这场20世纪90年代的大萧条源于日本过热的资本市场。资产价格水平崩溃，消费流量也相应地收缩了。通过压缩贷款流量，金融部门的脱媒现象复杂化了总消费的疲软。债务紧缩的恶性循环窒息了公司、家庭和金融机构的资产负债表。这种恶性的交互作用给日本政策制定者出了一个很大的政策难题：经济一旦失去了活力，将如何重新启动。在90年代的大部分时期，日本遭受着经济萧条的折磨，这种折磨一直持续到了21世纪。东亚可以很好地从日本的企业部门和政策错误中吸取教训。下一章将探讨东亚如何吸取日本金融业危机和政策错误的教训，变危机为机遇。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　亚洲金融泡沫和危机

引 言

在前面几章中，我们分析了引起股市泡沫的主要原因。在东亚的金融危机中，股市让人们陶醉的起源和日本的金融危机走的是同一条路线，与美国1929年以及20世纪90年代末的股市泡沫也是殊途同归。流动性过剩和借贷政策松动使这些地区变得不稳定，股市和房地产市场同时膨胀到不可持续的地步，留下了后来破产和坏账的隐患。公司和个人的资产状况出现了严重的问题，有些甚至永远不会恢复了。因此，消费被严格地限制住了，而且这些经济体陷入了混乱。震惊了亚洲投资者的是突如其来的危机，就像夜里突然造访的小偷一样。

本章主要分析四次股市泡沫的共同点。其中每一点都显示出实体经济的基础，或者基本面发展的生产力增长和人力资本的建设。在实体经济基础上发展起来的繁荣，最终以投机泡沫的形式结束了。经济繁荣时期的投资者变得过于乐观和自信，所以迅速进行投机活动并为之狂热。我们发现，这些泡沫的起因和后果都有着惊人的相似。然而，美国政策制定者和居民都希望美国后泡沫时期的经济复苏能不同于日本，不像日本那样被不良贷款拖累，以至于民众对金融部门丧失信心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

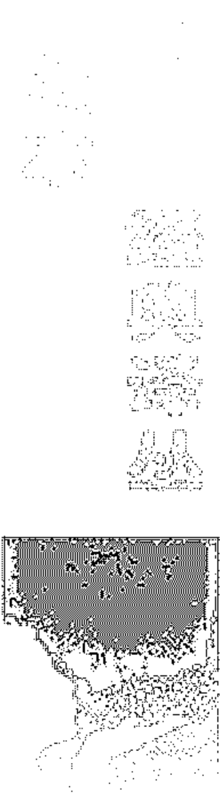
一些共同点

出口导向型经济的成功和货币的强硬，是亚洲经济增长的主要动因，也是随之而来的股市泡沫的动因——就像 20 年前的日本一样。流动性过剩同时也推高了亚洲股市，总体来说，中央银行有能力推动货币供给，而不引起任何其他大的副作用（主要指价格的通货膨胀）。然而，过度的流动性并没有带来资产价格的大幅上涨。东亚可能已经成为了自我成功的受害者，它们通过大量的出口积累的财富和很高的储蓄率，产生了巨大的资产价格泡沫，并导致经济过热。就像 20 世纪 80 年代中期的日本一样，资产价格被强大的出口增长推高，货币供给加速增长（这是由“广场协议”推动的），20 世纪 90 年代影响地区经济的金融力量也就这样逐渐形成了。

相对价格也受到了影响。这种偏倚的投资决定和长期资产分配都朝着短期投资的方向发展。一种赌场思维渐渐取代了私人投资者在经济环境正常的情况下所持有的理性的商人思维。金融部门通过大肆放松借款政策而编织了经济繁荣的景象，放松贷款的目的在于支持资产价格而不是现金流，这样就加大了流动性风险。因此，投机行为便有了滋生的空间。

债务缩水的漩涡在所有这四次金融危机中都是一样的。在 1929 年或者 1999 年，美国并没有享受到任何大量的出口所带来的财富。相比之下，日本和东亚却在上个世纪末在很大程度上依靠了出口创造的财富。美国和东亚的资产价格泡沫一部分是因为国外资产引起的，而日本的金融危机却不是这样。毕竟，它有自己的资产可以利用。另一个在亚洲金融泡沫中具有破坏作用的因素是负债降低的漩涡——资产抽离的情况严重，这大大削弱了货币的坚挺程度，从而引起当地以外币计量的负债的激增。日本和美国并没有经历这种收缩的恶性循环——除非美元从 83 欧元降到 124 欧元，才会给这种货币施加显著的压力。美国潜在的通货紧缩压力是国际投资者最担心的事情。这些投资者见证了东亚资产价格崩盘和其他国家资产缩水的惨景。

本章分析了东亚金融危机的主要原因，特别提到了股市和房地产市场的资产价格泡沫。投机和贪婪是投资狂热的两大主要原因。



泡沫的金融起源

过剩的货币流动性是日本资产价格泡沫的主要动因。相似地，推动亚洲房地产和股市泡沫的原因也是流动性过剩。在货币学派的传统理论中，流动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性过剩是指，"过多的钱要购买少量的资产"。流动性过剩的原因有很多。额外的资产需求是由货币管理者的失败引起的，他没有很好地管理金融系统的国外借款项目，没能很好地监管信贷增长，没有规范公司的过高的金融杠杆，也没有在金融危机爆发前发行足够的货币。因此，在资产流入层面，完全不受影响是不可能的。同时，还有很多东亚国家正在进行改革，支持本国金融部门的借款项目。进一步放松管制和经济的开放提高了银行经理投资的愿望，他们把资金投入到一个流动性非常强、竞争激烈的市场，引起了巨大的贷款增长。不幸的是，当某些亚洲经济体正面临相反的经济信号，并且当地央行屈服于通过增发货币来保护本国的货币的宏观经济政策时，一个非常复杂的因素开始起作用了，他们要偿还债务，并且要避免整个金融系统的崩盘。

从货币和贷款的松动可以看出，对于经济快速发展的要求，引起了货币政策制定者的"暂时性盲目"。流动性成为加快经济发展的重要途径，这是与人力资本和生产力水平不符的。总体来说，流动性过剩的起因是出口部门的波动，出口的巨大潜力使外国投资者对经济腾飞产生了信心，因为他们可以从中获得向成熟市场和本国市场再次出口的利润。外国投资者通过创造流动性来补足交易利润，就像开放了的金融部门从外国借债一样。

关于泰国的案例分析，要建立在固定的汇率政策这一基础之上。大量的资本流入造成了他们非独立的货币政策。有两个关键而且分离的层面可以供我们分析。为了控制汇率，泰国政府失去了对利率和货币供给的控制。当泰国的利率高于美国 300～400 基点的时候，存在一些诱使泰国向外国增加借款的因素，较高而且较安全的利率导致外国投资者愿意投资给泰国。这会是天堂还是地狱呢？从结果来看，显然是地狱。为什么呢？如果这种资本流动是不受影响的，那么流动性会在中央银行发行泰铢以换取外国货币的时候建立起来。这种流动性会渗透到金融部门的每个角落。如果资产流动是受影响的，为了稳定泰铢，国内利率会更高，这也就意味着和美国的利率差会更高——会进一步刺激国内投资者到国外投资。这样，就会有更加不稳定的流动性，这是与危机前的货币政策息息相关的。更高的利率会吸引另一波外国投资涌入泰国，这只会进一步增加流动性。然而，在后危机时期，流动性会在相反的方向起作用。资本流出引发了东亚更高的利率，这反过来压缩了边际投资效率，降低了期望，也降低了资产价格和需求。泰国的信贷危机带来了两个后果：利率提高和流动性收缩。这种从紧的货币政策加重了短期资本流出，因为它加大了偿债的难度，降低了预期回报。在刚开始的几个月，泰铢没有因为这种政策而稳定——尽管从理论上来讲，它应该稳定。

货币政策的很多难以解释的层面都是由国外资本的本质决定的，外国资本流入泰国是一种对泰国央行政策的回应。外国资本涌入泰国的第一波从本质上来讲是长期的(外商直接投资，FDI)，20 世纪 90 年代的第二波则是资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产组合和短期投资。这种资产是负债而不是权益，并且当高利率威胁到高企的资产价格以及偿付能力时，资本就会出逃。

危机之前的公司部门杠杆

既然东亚经济既是有活力的，又是有流动性的，公司就很有理由在这个上升的经济体中采用较高的财务杠杆。从表 12.1 可以看出，日本公司在 20 世纪 80 年代中期的债务—权益比非常高，这是日本资产价格泡沫的前兆。其他的亚洲国家在几年之后实施了相似的策略，为公司设立了单独的杠杆率，但是这对全国来说是一个灾难。

值得注意的是，日本的债务—权益比率在金融泡沫破裂后急速下降。韩国和泰国的债务—权益比率并没有降到正常水平，在危机之前，马来西亚的债务—权益比率相对较低。中国台湾的债务—权益比率实际上在危机前有所降低，所以并没有完全受到公司利润减少的影响。韩国和泰国受到的影响都很大，根据我们得到的数据，和日本在 80 年代后期受到的影响一样大。更高的杠杆率既可以为人所用，同时也会有很大的负面作用。公司利润被榨干后，亚洲公司面临着多米诺骨牌效应，他们无法偿还负债，金融信用缩水，现金流减少，这使得公司的资产状况雪上加霜。

表 12.1　　债务—权益比　　（单位：%）

	1986	1988	1990	1992	1994	1995	平均
日本	69.2	60.8	56.1	56.1	52.8	50.4	57.5
韩国	73.8	64.5	65.2	71.9	67.9	67.1	67.5
马来西亚	25.4	28.7	25.6	27.0	30.4	36.1	29.5
中国台湾	40.5	37.0	31.9	33.1	30.2	28.2	33.1
泰国	45.1	35.7	28.9	46.8	47.4	52.1	42.5

资料来源：艾利斯等人（Alles et al.，1998）。

投机的云霄飞车

在流动性过剩的环境中，在资产价格上可以找到很多投机的动因。易于获得的贷款加上金融部门激进的借款政策，引起价格—收入比与房地产价格一起直线上升。国际投机活动可以引发利率升高，央行可能为了保全他们的名誉而对此做出回应。坎特伯雷（Canterbery，1999）认为，自我满足的投机泡沫在本质上是，“在纯粹的投机中，人们买入是为了再次卖出，而不是从中获得红利”。资产价格会上升的信念刺激了日常工薪阶层的市民，使得他们在不考虑期望现金收入的情况下购买资产。这种“不理性的狂热”已经远离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了理性预期的基本经济学观点。利率升高或者甚至是预期的升高，都足以引起泡沫破裂。

有迹象表明，亚洲国家逐渐提高的利率(即使是在金融危机之前)让资产持有者产生了恐惧和焦虑。而且，无论是从现金流还是从实际资产回报率来看，金融部门和赌博心态的相互影响，使投资者变成了推动资产价格不稳定的强大动力。简单地说，资产泡沫的内在属性就是不稳定的，而且容易被由政府引导的利率升高所刺激。

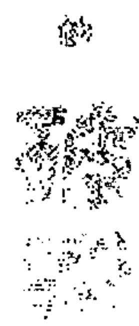
亲密的资本主义和发展的提速

由于日本经济发展的成功，“日本模式”受到了推崇，许多东亚国家偏爱活跃的政府参与以加速经济发展。三个不言而喻的政府保证被广泛应用，意在强调发展。第一个保证是紧盯美元的汇率政策。对于亚洲国家为什么要紧盯美元这一点，基本上没有很好的理由去质疑。这样做的好处包括：可能得到美联储的拨款、贸易政策可以相对稳定、有利于投资，以及帮助很多重大项目吸引到外部的资金。对于外国的投资者来说，政府对他们有个暗含的保证——汇率风险可能被中央银行和国内居民吸收掉。外国投资者把该保证理解为，作为东道国的政府为保证安全的经济环境应尽的义务，而且在危机发生的时候要保证用美元支付。这个条款却在 1997 年被撤销了。

政府的第二种不言自明的保证是针对大型发展项目的，无论是公益设施还是私人建设。外国资本要求确保这类工程符合政府的法规和要求。事后分析，这种政府和企业之间的“亲密的关系”是与那种“亲密的资本主义”背道而驰的，最终没能满足外国投资者对于开放性和决策透明性的要求。

第三种保证是和政府与金融部门的亲密程度有关的，主要通过政府持有股票把二者联系起来，政府存款和最后借款人的存款在中央银行都是可用的。存款者已经对政府的这种关系确立了信心。

从宏观经济稳定的观点来看，这里有几个很明显的错误。首先，金融部门是很脆弱的，而且很多政府没能很好地监管这么重要的一个经济部门，尤其是在货币发放、外资、国内贷款政策和银行资产化等方面。其次，当资产价格开始膨胀的时候，利率的提高和流动性的收缩显得过于缓慢。这样，在 20 世纪 90 年代早期，资产价格泡沫急速膨胀时(即使商品价格膨胀还很缓慢)，很多亚洲中央银行都不愿意让过热的资产市场冷却下来。第三，当整个金融部门在 1997 年承受着高风险的时候，通过提高不良资产比率、重整资产负债表和降低资产价格，中央银行通过增发货币提高了国内流动性。尽管提高流动性会带来很多负面影响(例如，在泰国和印度尼西亚)，这样的救市政策仍被广泛采用。然而，诸如由于金融系统崩溃所引致的流动性过剩，犹如在两个“魔鬼”之间选择——放弃汇率还是放弃整个金融系统。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融部门的失败：心脏不再跳动

并不仅仅是公司部门采用提高杠杆率的策略来保证高利润率，金融部门也是这么做的。它们严重依赖于银行和金融公司，而不是依靠市场，这是亚洲金融市场的一个特点。这样的结构造成了人们偏爱短期的而不是长期的借款。当它们向美国金融机构借入短期借款而同时又向国内部门贷出（譬如泰国）长期贷款时，不匹配的现象就会出现。印度尼西亚的公司部门采用了几乎相同的策略。使得事情更糟糕的是，当金融危机爆发的时候，由于没有清晰的可执行的破产条款，无形中增加了债务回收的难度。

不良贷款问题的规模在 1998 年显得尤其突出，如表 12.2 所示，官方估计直到 1999 年 9 月才有了显著的好转。也许这是因为，这种不良贷款问题的非官方估计规模远远比官方估计的要高很多。关于重建的财务费用，对印度尼西亚和泰国的估计是最高的。

表 12.2　　不良贷款率和重建的财政成本　　（单位：%）

	官方估计，1998 年底	官方估计，1999 年 9 月	非官方估计，峰值水平	重建财政成本占 GDP 份额
印度尼西亚	—	—	60～85	58
韩国	7.6	6.6	20～30	16
马来西亚	18.9	17.8	20～30	16
菲律宾	11.0	13.4	15～25	—
泰国	45.0	44.7	50～70	32

资料来源：亚洲发展银行（2000 年）。

竞争力被侵蚀

几个亚洲国家见证了它们在 20 世纪 90 年代竞争力被削弱的过程。某些力量起了重要作用。首先，通过实施紧盯美元的汇率政策，几个亚洲国家的货币在美元升值的大背景下升值了，所以相比较之下，相对于他们的竞争对手，他们过高地估计了自身的价值。其次，较大的资产流动对非交易商品的价格施加了上升压力，所以内部的实际汇率被高估了。第三，特别是通货膨胀和工资费用，在很多亚洲国家显示出上升趋势。第四，中国拥有较低的汇率和工资水平，这给南亚国家施加了很大的竞争压力。第五，美元升值和日元在 20 世纪 90 年代中期的贬值引起了很大震动，并带来了这些地区货币格局的变化。来自日本的竞争压力带来了巨大的威胁，同时，资本缩水从日本蔓延到亚洲其他国家。这样，亚洲国家受到了走下坡路的压力。既然竞争力已经下降，本应该有几个亚洲国家在 1996 年经历出口缩水，至少从增长率上来讲应该减少；但是，值得注意的是，泰国出口大幅下降，而中国和菲律宾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的出口却迅速复苏了。

来自国外的力量

许多亚洲的政策制定者都说出了，他们对于外国的货币投机者的看法。在危机的早期，很多批评都针对外国投机者，认为他们为了寻求利润而大肆卖出亚洲货币。快速获利无疑是他们的目的。然而，问题是，这种外部的投机是否引起了危机；或者说，它是否预示了更深一层的经济和金融系统危机。前瞻性地看，理性经济个体很显然被国家政策、公司盈利能力的降低、出口迅速减少和不稳定的资产价格扰乱了。外国货币投机者似乎在其他长期投资者之前找到了危机的出口。因此，旁观者才如此批评了他们。

世界范围内的很多基金经理也会受到指责。在 20 世纪 90 年代早期，欧洲、日本的回报率都很低，资金带有一种“自我满足似的乐观”涌入亚洲地区。亚洲市场的发展看上去已经成熟了，而且拥有大量的流动性，那里有足够的空间让基金经理们把他们的资产组合多样化。随着更多的亚洲国家放开金融部门和总体经济，外国基金经理也增加了他们的资产组合投资。值得注意的是，随着国际资本流动更加频繁，国际金融系统需要一个更好的机构。继续寻找更高的回报率是和增加的国际资本流动性联系在一起的，这使得发展中国家更容易受到国际金融循环的冲击。

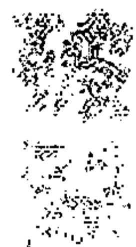
美联储和它对美国 1994 年的通货膨胀进行的“先发制人的攻击”也受到了谴责。美联储提高了美国的利率，导致了生产活动减少，并且导致了全世界的经济减缓，当然，这种影响到 1995 年才真正发生。其他影响需求的因素包括：市场饱和的可能性、贸易保护抬头以及来自日本的需求的减少。这种总需求下降的压力进一步加重了亚洲出口的疲软。而且，亚洲利率的上升压力使政府得以进一步从该地区榨取利润。

危机前期的传染效应仍然可以被察觉到，随着日本经济的倒退，亚洲出口减少进一步加剧，因为区域内部联系加大了日本经济和金融收缩。相反，中国的扩张和占世界出口总额比重的增长，给政策制定者和投资者发出了信号——亚洲国家的劳动力密集型产品较强的出口竞争力会在较长时间内得以保持。

总而言之，亚洲金融危机从一定程度上来讲是由外因推动的，因为国际力量使得这一地区不那么稳定。

流动性过剩再次光顾

就像日本从工业化和出口中积累了很多财富一样，东亚也从出口中获得



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了大量的利润。很多利润早期是以出口为动力的，但是后来被消费和资产投机所取代。更准确地说，以美元计价的出口收入刺激了外国资产的流入，为进一步的经济发展提供了货币基础。

东亚国家在出口的成功中尝到了甜头，它为经济发展积累了大量的外汇储备和流动性。从某种意义上来说，它的流动性如此之大，以至于推动了国内的通货膨胀率、资产价格投机，也提高了对经济发展的预期，这一预期远远超过了当今的生产力水平。出口的成功也间接地导致了投机，这主要是通过国家的资产负债结构和可信的政策来吸引外资。

大量外资涌入泰国、印度尼西亚和韩国，也大大提高了流动性，这些是中央银行不能做到的。由于东亚居民迅速增加的收入，他们的消费水平也随之提高；而很多外国投资者正是看重了这一点，才蜂拥进入这些地区。尽管外国投资有很多种形式，但其中一些形式是短期的，或者称之为“热钱”。某些外国基金的进入进一步刺激了资产价格上涨，而且在公司的资产结构中制造了“虚假财富”。这便回答了关于为什么东亚国家在如此之高的储蓄率情况下还从国外借款的问题。

股市泡沫为何破裂？

危机是可以预知的吗？克鲁格曼(Krugman，1994)的关键预言提到，东亚增长率最终会因为资产回报率的减少而降下来。他强调了减缓，而不是突然的冲击。就像克鲁格曼自己承认的那样，他预言的并不是经济增长的突然停止。因此，他的模型用来解释经济崩溃是不合适的。然而，在 20 世纪 90 年代中期，亚洲经济确实有利润率下降的情况，因为过度投资和闲置资本压缩了利润。因此，看上去东亚确实忍受了利润率下降而非生产力下降。1996 年的东亚股票市场已有迹象表明，市场是被高估了的，因为市盈率非常之高。



总之，出口的成功和与之相联系的吸引外资，为东亚的经济危机埋下了种子，因为这样会影响货币流动性。

这是哪种危机呢？从表面上来看，这是一场经济危机。然而，很难说是实体经济——譬如资本、劳动力——突然上升或者回报率减少导致了 1997 年的危机。毕竟，增长的坚实基础——人力资本、生产力水平、教育、接受知识的程度和努力工作的优良传统——都没有消失。而且，经济基础——譬如通货膨胀率、当前的赤字、政府规模和预算赤字——从整体上来说，都没有达到引起危机的程度。然而，对于泰国和马来西亚的预期，特别是当它们冲破了 8%的 GDP 增长率时——这个参照基准使得注意力开始转移到金融市场上。

第二种观点是有关货币危机的。贬值高达 40%以上都成了很常见的现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象。这种贬值造成了大范围的恐慌，因为支付外债、购买生产资料都要用美元支付；此外，还扰乱了交易和外国投资者的确定性预期。在很多情况下，东亚的管理者竭力保护他们的货币，反对大额的外国资本撤离和通过外汇储备短期出售来维持汇率。对于韩国、泰国、马来西亚、印度尼西亚来说，这种保护的费用是很高的，他们在 1997 年中期的时候失败了。中国台湾、中国香港和新加坡忍受住了货币风暴的洗礼，部分是因为强大的经济基础、当局的巨大投入和雄厚的外汇储备。但是，为什么外国资本要大规模而且快速地撤离呢？随着亚洲经济金融市场逐渐陷入泥潭，外部投机资金此时的抽离通常是被谴责的。这在仅仅几个月的短期投资中占了很大的比重。

关于怎样使本国企业和投资者从增加资产价格的可变性角度付清这笔短期负债仍是一个问题，怎样降低公司的盈利能力和减少出口价值也是一个问题。乔治·索罗斯(George Soros)预见到了这些问题，然后他和其他投机者一起，在 1997 年中期快速出售了东亚的货币。然而，这种观点并不是完全的“外因”，因为理性个体预测着经济的走势以及金融和政府政策，所以他们对这些事情的反应是很强烈的。

关于亚洲金融危机的第三种观点是，这是一场负债危机。不仅因为国内私人部门借债过度，而且因为跨国公司也存在过度借债的现象。这里主要有两个重要的不匹配。第一个不匹配是，这种外国资本流入是短期性质的，然而，国内资本的持有却是长期的，所以就存在债务服务的风险问题。这种策略还必须建立在完备的预期回报率和现金流大大高于资金成本的基础上，因为这样才能抵消不可预知的风险。不幸的是，对于东亚债务人，这些风险是确实存在的，而且最终摧毁了金融基础。第二个不匹配是，外国负债大多是以美元计价的，然而利润却是以当地货币计价的。在 1996～1997 年间，这种不匹配的风险被美元的升值加剧了，造成了大额的资本损失，同时还有偿债困难。而且，贬值和高外债共同作用，破坏了公司的资产结构，造成了经济的恶性循环。

第四种观点是关于金融危机的，当许多东亚国家的金融部门都松动借款政策的时候，保守严谨的监控者却没能发挥应有作用，会计和审计标准都低于国际标准，资本不足，而且过度强调了借款者的资产抵押支持，而非更重要的现金流。额外的流动性的产生并不仅仅源于金融系统，而且中央银行和全球资金都在寻求更高的回报。仅仅是外资在这么短的时间内的流动，让企业很难找到盈利机会来获取盈利。市盈率达到了不可预计的并且是不可持续的高度。金融部门的贷款审批人员当时承受了巨大压力，他们需要区分好的和坏的借款者，因为信息不对称，便有可能扰乱审批人员的判断。在 20 世纪 90 年代早期，在这个竞争性的贷款环境中，金融部门承受着巨大的风险，因为他们担心失掉市场份额，又相信政府会在危机爆发的时候来拯救他们。这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个非常危险的问题，因为东亚的借款是建立在——引用克鲁格曼的话——“头，银行赢；尾，纳税人输”的假设上的。这种想法产生了对于借贷安全性的不切实际的幻想，而且使借款政策摇摇欲坠。

因此，东亚的金融系统从总体上来说是脆弱的。这就牵扯到一个问题，在缺乏外资涌入的情况下，这样一个脆弱的金融系统能在复杂的环境中成长并运行良好吗？金融崩盘更多是由于过多的资本、过于迅速的资本流动以及无约束的监管。

第五种观点是自由主义的危机。蒙特斯（Montes，1998）认为，这次危机的发生是由于本国金融部门和国际收支的资本账户的双向自由化。这种货币自由贸易有其成本，外国投机者期盼高的和快捷的收益，以此交换短期贷款，以快速实现发展目标。一些经济学家认为，这样的自由化带来了过度借贷、过度投资，以及投资方向的错误。但是，为什么对许多东亚国家来说，金融开放是一个问题呢？一个主要的原因是，国内的投资者对潜在的汇率风险缺乏必要的警惕，因为国内的金融中介是以他们的名义在海外借贷的。即便如此，这些中间机构对这些外资可能引发的汇率风险也缺乏警惕。更进一步，这样巨大的资金流入对本土的公司施加了巨大的压力，使得他们必须取得高的投资回报率以满足借贷的要求。格林斯潘（Greenspan，1997a）对这种怀疑做出了回应：“回顾过去，我们可以清楚地看到，与能在中等风险强度下使用的资本量相比，有更多的钱涌入了这些经济体。”对于投资回报率的失望最终难以避免。此外，在 20 世纪 80 年代后期和 90 年代，东亚的储蓄率比世界平均水平要高，所以对于是否存在额外资本的需求是值得怀疑的。

鉴于危机发生的突然性，看上去，任何可以看得见的经济基础的恶化都不可能是这次危机的主要推动力。较之基本面因素，金融方面的因素对解释危机爆发的速度和强度更有说服力。此外，危机局面极其错综复杂，因为存在债务—流动性—杠杆—货币—贬值的恶性螺旋溢出实体经济部门。正如东亚的经济繁荣有一个金融方面的源头，东亚的经济崩溃也是一样。



亚洲金融危机：为何如此出其不意？

许多经济学家对于亚洲金融危机爆发的突然性、发生的速度之快，以及缺乏事前的预警感到困惑。经济学家已经尽力了，他们回顾过去，追溯到理论上，也有一定程度的失望。由克鲁格曼、弗洛德和伽伯（Krugman，Flood and Garber，1984）提出的第一代模型，把经济危机归于财政积累的松弛和需要长期融资以及预算赤字的副产物，并且政府使用货币铸造税作为武器。当外国投资者抽离资金并且消耗东道国的外汇预算储备时，固定汇率在这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况下是无法维持的。

此外，理性的个体可以预见到，东道国的外汇储备已下降到一个严峻的水平，因此一场带有投机性的攻击就开始了。正如前面所提到的，财政上的松弛（以任何可见的形势）在 20 世纪 90 年代的亚洲国家中是观察不到的。因此，这些模型对于解释亚洲金融危机缺乏可行性。

由奥伯斯法尔德（Obstfeld，1994）提出的第二代模型认为，危机是维持固定汇率与追求国内经济扩张和宽松货币政策之间的矛盾冲突的结果。这些模型有一个“宏观经济趋势”的基础，在于政府可能选择创造就业机会先于维持汇率的稳定。然而，这种观点不是严格符合亚洲情况的，因为印发货币不是一个主要的动机，有足够的证据表明，东亚事实上货币供应过量，由于资本的涌入，导致存在一个特别的货币政策环境，其中部分是因为外部的因素。同时，也存在一个强劲的倾向于经济增长而不是倾向于经济稳定的政策偏见来对汇率施压。

第三代模型关注，由隐含的政府担保而引发的金融部门的道德风险，孕育了借款和投资的热潮。克鲁格曼（Kragman，1998）声称，以亚洲为例，就存在着隐性的投资补贴。卡塞蒂等人（Corsetti et al.，1998）声称，当银行拥有短期债务时，这代表着不为人所知的政府预算赤字。在表象下面，实际上是政府引发了私营部门的借贷热潮。

当投资热潮消退和无作为的借款无法收回时，政府能够出手援助，这令金融部门（和投资者）感到宽慰。

与这个隐晦的观点相左的是坎特伯雷的“赌场经济”观点——政府通过税收优惠和投资激励给予社会上的富人以特权。以美国的例子来说，里根的供给管理措施实际上是对美国富人的巨大的财富激励。正如坎特伯雷（Canterbery，1993）指出的，在里根执政时期，企业家对国民财富享有的份额急剧减少，但是不劳而获者获得的收入所占的份额却出现激增。在 20 世纪 80 年代期间，所有的可支配收入的增长不仅仅是由于对于利息收入享有份额的增长，同时劳动力和其他收入来源的份额下降了。因此，真正的资本形成退居二线，然而大量的投机利润却由此产生，美国从制造货物转变为制造金钱。正是由于倾向一方的收入分配机制引发了投机狂热，并且最终引起了 1987 年投机泡沫的破裂。美国的投机偏见与东亚的联系在于，对于创造快钱的渴望超越了国界，并最终给实体经济带来了可怕的影响。政府对于东亚少数富有的经济阶层的特权的赋予，就像一个漏斗一样，造成了其与制造活动的偏差。

另外一种第三代模型的基础是金融系统的不稳定性，以及戴蒙德和迪维格（Diamond and Dybvig，1983）的关于银行运行的观点。在这些模型中，由羊群效应带来的恐慌，可以造成金融部门突然的资金撤离。但是，当其他投资者感到恐慌并撤离资金时，投资者可能也会感到空旷。这种自我推动及自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我实现的预告，可以解释亚洲危机发生的速度。在流动性和金融系统的自主性之间，存在一个显著的差别。在这些模型中，当其短期借入和长期借出时，金融系统从某种程度上来说，暴露在这种风险中并易于受到攻击。要求立即支付的恐慌，造成了长期投资以成本价格被甩卖清算。毫无疑问，随着 1997 年亚洲资产价格的下跌，金融系统的流动性开始承受巨大的压力。

克鲁格曼(Krugman,1988)创立的第四代模型不断完善。这个胚胎模型是基于在货币贬值消极影响下的私人或是公司所有的资产负债表的健康度。在经济紧缩或货币贬值时期，销售量递减，高的利息费用和贬值的货币挤压着一个公司的获利能力，更为重要的是，恶化了它的资产负债表。公司出借资本的意愿大大降低了，即使在它仍愿意出借的情况下。简言之，资本流入使得一个公司的资产负债表更为健康，而资本外流的作用恰恰相反。资本流入伴随着高的公司部门杠杆效应，并引发了强有力的投资热潮，最终给公司的资产负债表带来了积极的影响。然而，这种扩张政策在本质上是高风险的，因为恐慌和资本外流能对私人经济和金融部门施加累积的通货紧缩影响。

在所有这几代模型中，对亚洲经济危机的解释最有力度的是第四代获利模型。抱有这种乐观态度的一个主要原因是，模型本质上是关于金融的，而不是关于经济的。它同时涵盖了一个开放的而不是封闭的经济体。然而，其他几代模型的一些观点也有一定道理。对于能够充分解释危机的突发性、实体经济产生的严重影响以及危机发生缺乏预见的理论探究一直在延续。

股市表现：揭示泡沫

东亚的发展路径和大多数现在成熟的经济体的发展道路是不同的，在国内生产总值中，出口占的份额特别高。许多东亚的发展中国家在 19 世纪 70 年代，由于吸引外资而经历了迅速的经济增长。当金融部门和证券交易所成熟后，一个能容纳更多贸易和投机活动的更有益的经济环境出现了。当美国的股市繁荣、经济进口激增、股票市场运行良好的时候，暴涨的纳斯达克指数刺激了整个东亚地区与科技相关的资产的价格。日经指数从 1980 年以来也迅速增长，许多日本公司在东亚都有大额的投资，支持了投资者的信心。当投资者准确预测了过去优异的表现并预期未来的繁荣时，几个东亚股市的表现都超出了成熟经济体中的股市表现。因此，由于股票价值不能随着真实的基本面因素调整，一些东亚股票市场经历了过度繁荣。在很大程度上，外资的涌入使得已经很高的市盈率更为膨胀。

在发展经历中，还有一个特点值得注意。东南亚国家与它们北部的竞争对手相比，工业化程度和生产力水平都较低。因此，一些国家，例如，泰国、马

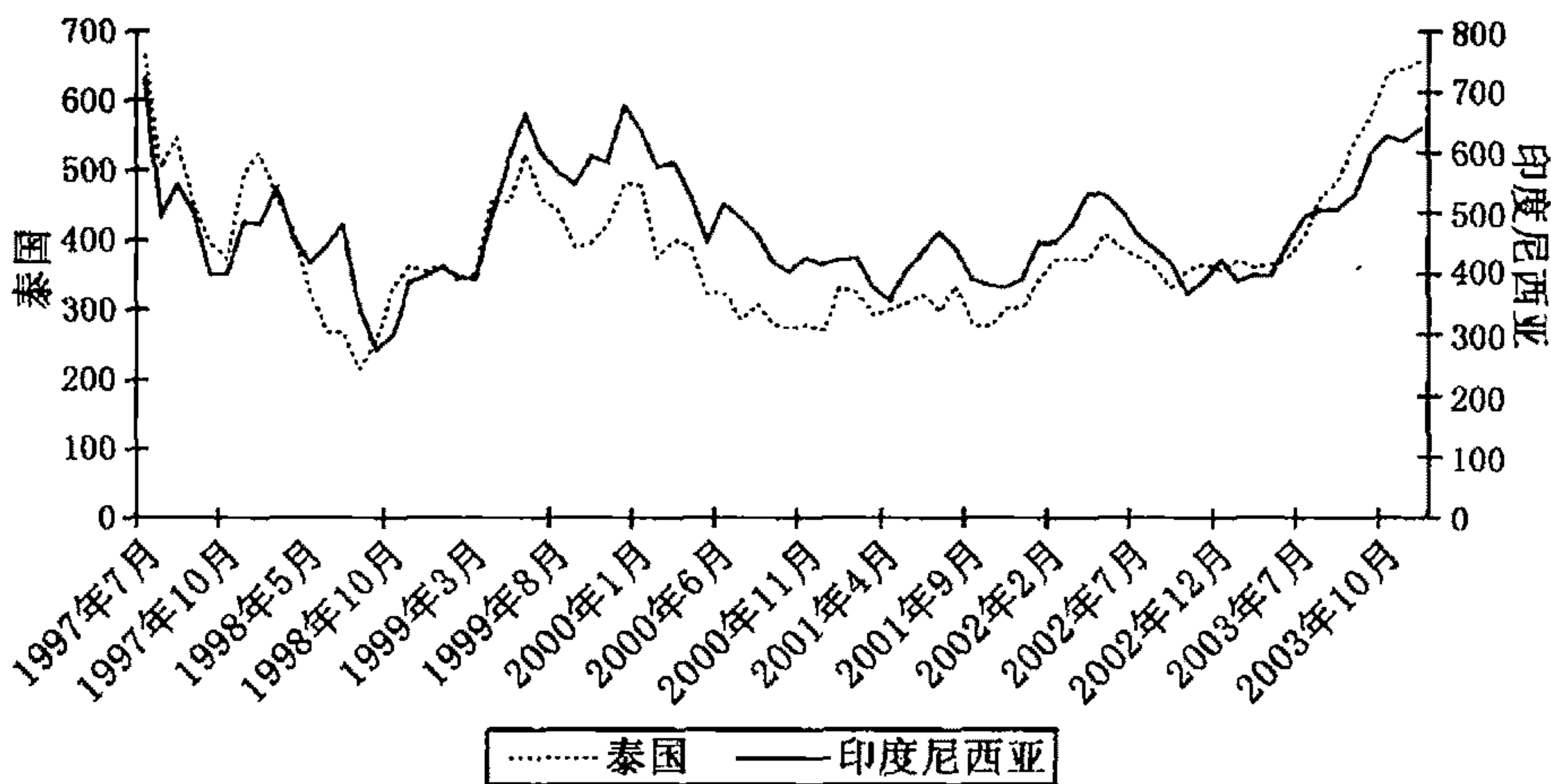


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来西亚、印度尼西亚和菲律宾，比起中国台湾（有着低的外债水平）、新加坡（有着受教育程度高的劳动力）、中国香港（与成熟的经济体有着紧密的联系）或是日本（有着工程优势），更容易受到货币和财政政策的干扰。广泛参与全球经济并且其出口量易受到世界范围内价格变动影响的韩国，是一个例外。这些东北部的亚洲经济体能够在经济危机时，依靠高水平的人力资源和高科技含量的产品而迅速反弹。制造技术含量较高的出口产品总是能够或基本上占领市场，因此，结论是有说服力的。

相反，大多数东南亚国家严重依赖外国的工艺技术和资本，因此，它们的浮动汇率制度更容易受到外国资本撤离及信用崩溃的影响。我们观察到，股市已经做出相应的反应，或者可能是反应过度了，如果以经济环境和它们所对应的经济体的金融基础的恶化为基准的话。后泡沫时期的显著特征是，那些享有着膨胀度最高的泡沫的东亚国家，同样也经受了最为痛苦的恢复历程。股价相应也受到了影响。我们能看到，那些在经济繁荣时严重依赖外资的国家，用了相当长的一段时间恢复，因为信心仍然是一个决定性的因素。

如果观察泰国和印度尼西亚的股市，我们可以看到如图 12.1 所示的大崩盘。当外国资本战变得严峻，债务负担变得惊人，货币仍然没有稳定时，1997 年中期的金融危机的影响到 1998 年中期才显现出来。当每股盈利预期面对疲软的经济活动、高利率和撤离的外资大幅下降时，所有的资产价格，包括股票价格都缩水了，



资料来源：泰国和印度尼西亚证券交易所。

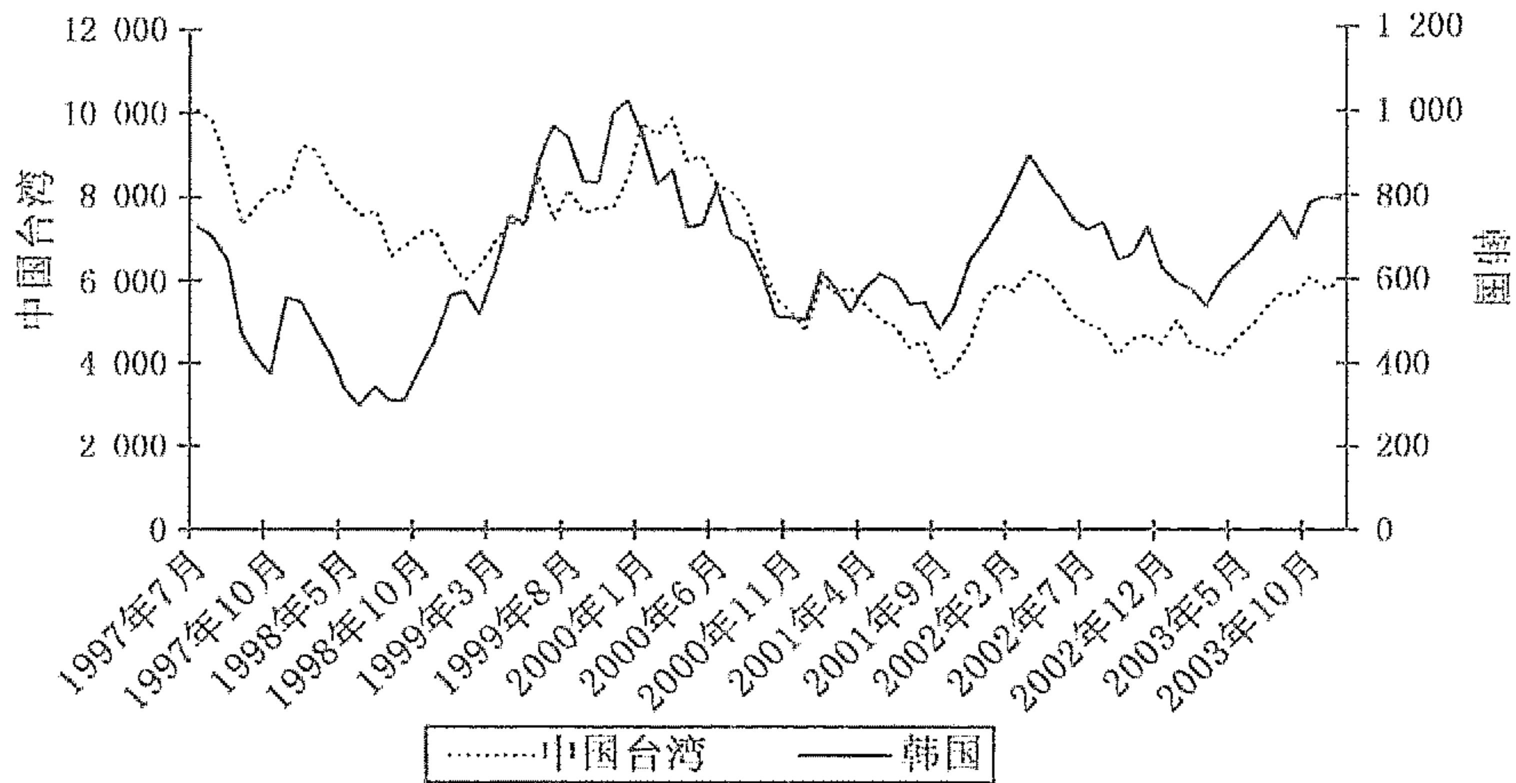
图 12.1 股票市场相对表现：泰国和印度尼西亚

除了 1998 年股票价格的大幅下跌外，在 1999 年，这些国家都重整旗鼓，这主要是因为美国股市的上扬。然而，当 90 年代初期的过剩仍然发挥着作用，以及美国在 2000 年后期陷入衰退时，这种短期的好转现象被证明是虚假的曙光。然而，也许是基于后来而上的发展，一个相当大的元气恢复出现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002～2003 年。泰国的经济恢复仍然处于停滞状态。

由于外债和韩元的作用，韩国的经济和股票市场在金融危机期间遭受了巨大的打击(如图 12.2 所示)。外国投资者感到紧张并且纷纷携资逃离，直到汇率再次稳定。股票价格的复苏发生在 1999 年，但是，当美国市场疲软时，股市在 2000 年再度崩溃。



资料来源：中国台湾和韩国证券交易所。

图 12.2 股票市场相对表现：中国台湾和韩国

当美国经济恢复时，韩国股票价格由于金融系统重拾信心以及向美国出口的制造业而得到恢复。注意到，这次危机给韩国带来的创伤比泰国经历的要小得多。中国台湾股市受到金融危机的影响比韩国、泰国和印度尼西亚都要小。尽管在这期间股价下跌了，但股市没有崩盘。然而，在美国 2000～2003 年纳斯达克指数触底后，紧接着股市也没有超预期的表现。

新加坡的经济忽冷忽热(如图 12.3 所示)。传染病效应在亚洲金融危机

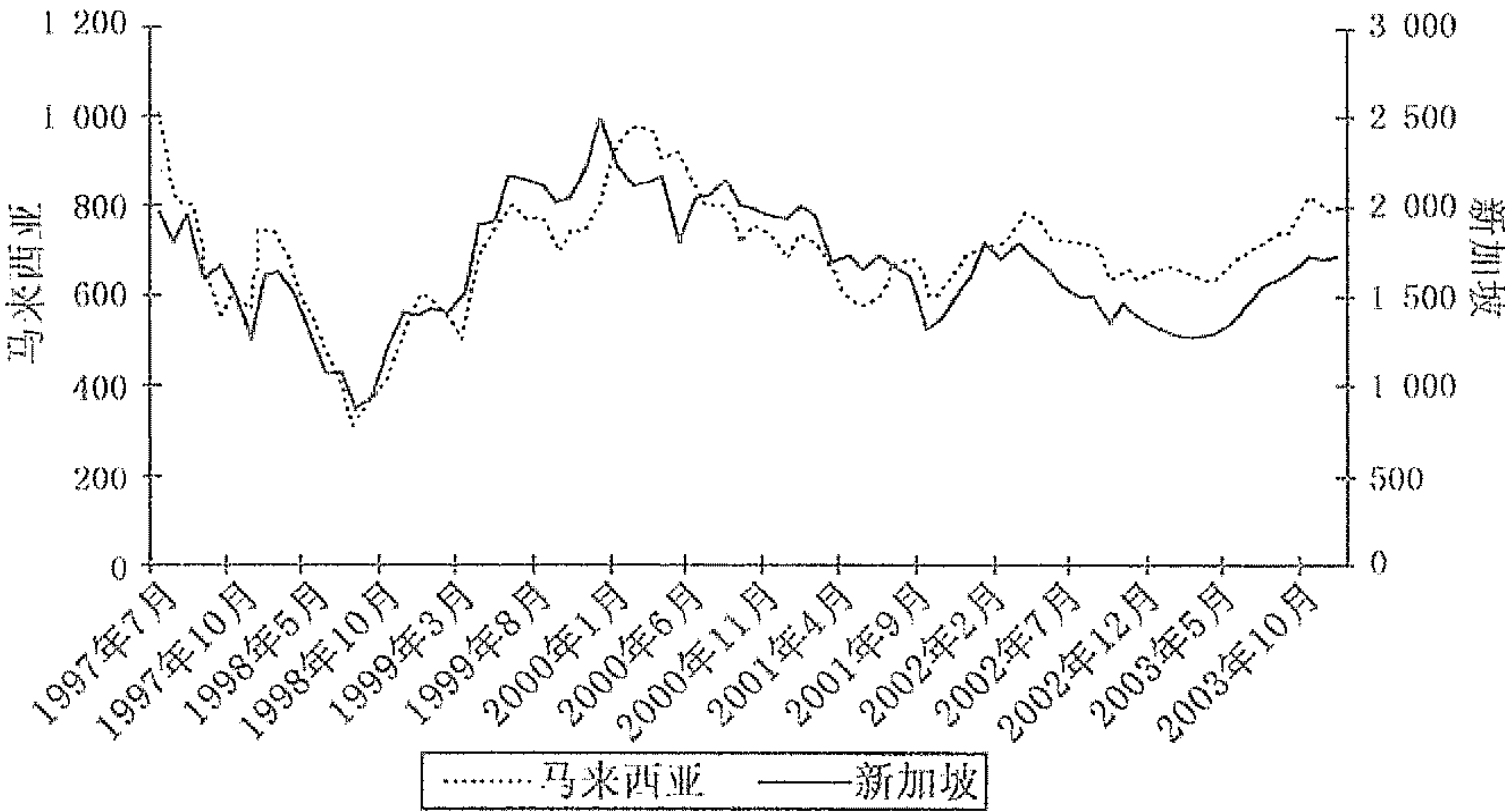


图 12.3 股票市场相对表现：马来西亚和新加坡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中发挥了作用，并且这些地区银行在一段时间遭受了严重的打击。新加坡的股市1998年处于挣扎中之后，在1999年恢复得相当好。同样地，从2000年开始，美国股价的疲软对出口导向型股票和对美元不断攀升的汇率产生了压力。高收入和来自本地区的更多的出口压力阻碍了股价的复苏。结构性问题一直持续。马来西亚在泡沫后期的经济恢复很慢，但是股价反映了一个改进了的经济状况的全貌。本地充足的资源起了作用，较高的商品价值为近期的股市提供了支撑。处于发展中期的亚洲国家对美国经济的依赖，在2005～2006年仍然是主流。

结 论

东亚得到了教训，一个延伸的繁荣为下一轮的没落播下了种子。与日本的泡沫有着相似之处——进口带来的高额利润、较高的公司财务杠杆、宽松的借贷政策和不正当货币调节引发了资产价格的投机。这与美国股市的经历也存在着相似之处，具体表现为：外国资本的涌入和热钱抬升了汇率、过度膨胀的资产价格以及过多投资者的涌现。尽管所产生的过度流动性的原因不同，过度的流动性和信用创造是该问题中的这三个地区——美国、日本和大多数东亚国家——中资产价格泡沫形成的共同原因。

当金融因素变得疲软时，对于经济基础的关注度开始变大了。外国投机者充分利用地区的出口下降趋势，提高了流动账户赤字和即将到期的大规模短期外债的不确定性。几乎不可避免的是，需要提高利率来保护汇率，由此也就提高了国内储蓄率。随着资产价格以及汇率的波动，那个曾经的良性循环变成了资产的恶性循环。

经济基础被侵蚀这一点只是金融危机的一部分，这些都被金融部门的锋芒掩盖了。外资涌入使金融系统变得脆弱，流动性显著增大。放松管制标准带来了贷款膨胀，人们对风险的估计过低，这为不良贷款增大从而导致灾难埋下了隐患。货币过多，而相关资产却不能提供支撑，最终便会导致泡沫破裂，破坏资产结构并带来亏损。下降的消费进一步使公司部门的盈利复苏变得复杂。

在金融危机期间，在政府内部和私人部门内部都有很大范围的恐慌，对于怎样回应货币贬值和激烈的资产大战，人们一片茫然。银行即将资不抵债。某些东亚国家求救于国际货币基金组织。马来西亚孤军奋战。在紧缩银根和利率高企之后，政府必然要勤俭度日。我们知道，在历史上，经济是和股市紧密联系的。韩国、中国台湾、中国香港以及新加坡在金融危机之后都很快复苏了，而泰国和印度尼西亚则复苏得比较慢。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

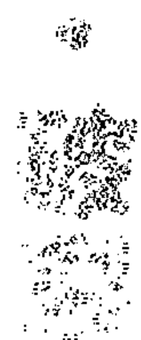
第十三章 美国股市将何去何从？

引 言

我们已在前面分析了导致20世纪90年代美国股市飙涨以致出现泡沫，以及2000～2003年间股市下跌和泡沫破裂的原因。在泡沫破裂之后，美国经济苦苦挣扎了两年之久，股票市场也一直难以复苏。这次衰退的持续时间如此之长是不寻常的，之前美国经济一般都能很快从衰退中复苏，股票市场甚至反弹得更快一些。正如本书所讲的那样，后泡沫时代的这次衰退不同以往，因为资产市场、资本投入以及企业的资产负债表受到了严重的影响，尽管在2003～2004年间，由于流动性的驱动，资产价格有一些转暖迹象。还有一种说法认为，20世纪90年代留下的大泡沫还需要时间来消化。这种经济中的过剩对于新增投资的增加形成了阻碍，由于新增投资对下一阶段的复苏至关重要，所以如果新增投资难以有效注入到经济中，经济的复苏就只能过度依靠消费以及(在较小程度上)依赖政府购买支出。私营经济部门的投资复苏缓慢，消费进一步疲软，也许是这些促使美国政府来维持弱势美元以促进出口和拉动经济增长？美元的走弱也有助于削减美国的经常账户赤字。

虽然在2000年之后，美国股票市场持续低迷超过两年时间，但相反的是，债券市场却有不俗表现。债券价格持续上涨，这反映投资者对美国经济中期前景仍较悲观。债券收益率触及45年来的新低，在股票市场持续走软且波动较大的时期，全球投资者都把美国债券市场当作避风港。然而，在2004年初，美元进一步走弱，债券投资者迫切需要能进入高回报的离岸债券市场，以期避免美元进一步走软而带来损失。格林斯潘也面临着艰难的选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



择，进一步调低利率有利于刺激经济，却可能使得美元进一步走弱，可能还会影响美国债券市场。美国债券不仅收益率极低，而且美元走弱也进一步蚕食他们的资本价值。那么，为什么那么多的外国投资者通过持有美国债券来为美国的私人和公共消费提供资金呢？特别是当美元对欧元的汇率达到 128 美元/100 欧元以及美元对日元的汇率达到 1 美元/105 日元时，这种担心就更明显了。

本章将分析关于美国股票市场未来走势的两种相反的观点。同样，我们也会关注美国实体经济的健康和稳定状况。然而，正如日本在其股市泡沫破裂后的表现一样，我们也应该慎重分析金融方面的指标以及资产负债表的情况。地缘政治因素也是应该加以考虑的内容，因为他们将会影响美国跨国公司的盈利表现。正如读者已经注意到的，在 2003～2004 年，美国股票市场的复苏迹象将给其他国家的股票市场带去信心。反之亦然，如果美国股票市场仍然疲软，则全球股市就不太可能反弹，除非发生强烈的替代效应：大量资金从美国流入日元和欧元的资产市场。难道美国股市及经济的复苏也像日本那样软弱无力吗？我们对未来充满希望，但是这种希望的基础又在哪里呢？

一个泡沫接着一个泡沫？

在 2000 年～2003 年 3 月期间，投资者从一个泡沫(股票市场)中逃入另一个泡沫(债券市场)中。不同资产间的转换导致了股市及债市的大幅波动，使得一些投资者获得巨额收益，而另一些投资者则蒙受较大损失。恐惧以及不确定性使得投资者逃离股市而涌入无风险市场。这种资产转换缘于过高的市盈率、公司盈利期望的落空、较差的公司治理水平、对衰退的担心、“9·11”事件、伊拉克战争以及对通货紧缩的广泛讨论和担忧。然而，就像之前匆忙涌入股市是非理性的一样，如今资金大规模进入债券市场也带有很大的非理性。债券收益率已经达到了 45 年来的新低，当期望投资收益已为零时，投资者依然大举买入债券。债券市场的泡沫也终于在 2003 年的 7～8 月间破裂，几周内，债券价格急剧下跌，债券收益率迅速提高。

房地产市场泡沫走势如何？与大萧条时代不同的是，在股市泡沫破裂之后，投资者把居民住房市场看作是资本的避风港，所以住房市场的泡沫也不断累积，在股市泡沫破裂之前和之后皆是如此。虽然房屋价格已经过长时间快速地增长，但现在房屋价格仍在上涨，房地产投资规模也在不断扩大。因此，美国政府有必要对房地产市场的泡沫加以监控，以避免经济的不良循环。

当美元外汇市场的泡沫破裂之后，国际投资者随即进入欧元市场、日元市场以及其他收益率比较高的货币市场。投资者就如同是在草原上寻求猎

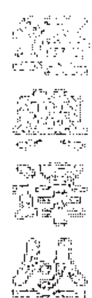
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

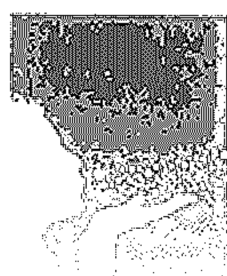
物的兽群一样，寻找着更高的收益率，这部分是谨慎的经济算计的结果，部分是担忧(担忧不"一哄而起"就意味着错失良机)的结果。格林斯潘必须在债券以及房地产这两个正在扩张的泡沫，以及股票及美元这两个逐渐破裂的泡沫之间做出抉择，或许他将出台所谓的经济保障政策?

货币不稳定会带来什么问题?

在美国股市的复苏前景实现之前，还有重要的货币问题需要处理。最近的货币"错配"(misalignments)问题是货币问题的症结所在，因为投资者依据利率以及未来收益前景对其全球资产组合进行调整。历史经验告诉我们，当美元走软并被大量抛售时，黄金价格就趋于上扬，这就是在 2004 年所发生的现象，当时金价达到了 425 美元/盎司。不仅其他主要货币，譬如欧元、日元，由于美元的走软而不断走强；而且其他一些收益较高的货币，譬如加拿大元、澳元、新西兰元、南非兰特(Rand)，都逐渐走强。这就出现一个问题，大规模的货币错配是由于短期内投资者想从美元市场出逃而造成的，还是他们想进入其他一些更加坚挺、更有吸引力的货币市场而造成的呢? 在 2002～2004 年期间，并没有明显的证据可以表明，欧洲经济的表现比美国经济更好，或者欧洲的企业比美国的企业有更好的盈利能力。这反映出全球投资者的心态，大家匆忙地从美元市场出逃，而进入国外资产和货币市场，这是美元走软的结果，而非欧元走强的结果。这一时期，美国和欧盟经济相对疲软，所以问题变成，投资者认为哪个更软，而不是哪个更强。







The World Classics of Investment

投资者不断抛售美元资产的一个关键原因是，在这之前持续了 8 年之久的美元牛市，吸引了大量的投资者买入并储备美元资产。他们买入美元资产不仅是出于投资需要，也有交易方面的需要。由于国外投资者对美元的积累经历了这么长的时间，如今随着美元走弱，所以投资者就有较强的意愿去调整这一长期头寸——资产组合调整。其次，对美国大公司盈利能力的失望以及对未来现金流的担心，导致投资者减少他们持有的美元资产。第三，美国政府对实行强势美元政策并不热衷。美国政府没有直接也没有间接地宣称要维持强势美元地位。布什总统在法国举行的 G-8 会议上确实声称，美国政府将会支持强势美元，但也仅仅是说说而已，没有解释也没有依据。外汇交易市场通常只会关心资本的流动以及基本面的变化，而不会去在意哪个领导人说了些什么。第四，不断扩大的经常账户赤字使得投资者气馁，因为赤字必须靠国外投资者来融资，而他们在这样低利率的时期可能并不愿意支撑美国的高消费模式。第五，相对于经济合作与发展组织中的其他国家，美国政府发行了过多的货币，这些货币流向外汇市场，使得美元进一步走软。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们应该意识到，在决定哪一个国家的股票市场的上涨(下跌)速度会比其他国家快时，货币重配(realignments)扮演了重要的角色。大量资本从一个主要经济体流入另一个主要经济体，导致资金流入的经济体的资产价格自我实现式地大幅上涨。这也就是为什么在2003～2004年间日本股市会有强劲反弹的原因，因为投资者对未来日元走势强于美元持有很强的信心。

伊拉克的解放

撇开美国入侵伊拉克带来的政治影响不谈，全球投资者都担心这场战争会对美国和全球实体经济和金融经济体系带来破坏性的影响。战争究竟会持续多久？要耗费掉多少钱财？这些钱财如何偿还？战争会不会对伊拉克的长期石油供应产生影响？未来伊拉克的石油收入是否足以支撑其重建的开支？战争期间及战后石油价格的走势将会怎样？美国公司能从战争中获得什么利益？

从美国以及自由世界来看，这些问题的答案主要是正面的。战争仅仅持续了几周时间，而非几个月，萨达姆自己也被美军擒获。在战前预计的开支大约为750亿美元，这个花费由美国政府承担，并没有因为开支太多而得到投资者的欢呼，尽管战争后期的巷战进一步全面提高了开支。但至少主要的开支是大体明确的，不确定性大大降低。在直接正面冲突结束之后，和平解放的日程却大大拖延，这需要资源的进一步投入，但还不足以改变投资者的情绪。在战争期间，石油价格确实猛涨到36美元。在战争结束之后的2004年，石油价格在每桶20～40美元之间波动，这或许出乎分析家们的预料。分析师们对近期油价的走势观点出现分歧，因为受地缘政治因素的影响以及伊拉克未能达到较高的产能，使得未来变得很不确定。当然，世界经济的复苏也对石油价格提供了支撑。另一方面，一旦不确定性消失，石油价格的波动区间就可能会重新回到30美元以下。

至于美国公司是否能够从战争本身和伊拉克重建上获得好处，答案是"非常可能"。时间会说明一切。正如美国在战争方面投入了巨大的开支一样，美国也会享受胜利的果实。在重建阶段，美国的跨国公司相继签订了重大项目，除非法国在战前没有任何付出的情况下便想使自己成为战后重建的协调者，否则战后重建的利益将被美国公司独享。或许，在战争中的数百亿美元的花费可以通过多年的低油价而得到补偿，伊拉克正在全速恢复石油产能，尽管有点滞后。当世界经济逐渐复苏，对原油等商品的需求上升时，这些增加了的石油收入给美国带来了更多的机会。在分享战争的胜利果实方面，美国的建筑公司会有所作为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

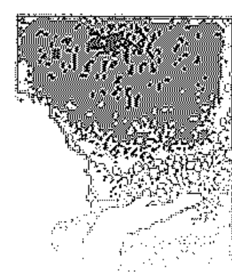
至于金融市场，战争进展得非常顺利。战争持续时间很短，原油价格从高点逐渐回落，大部分油田并没有遭到破坏，不确定性也已经从股票估值中剔除。但是，在 2004 年中，石油价格达到了 13 年来的新高，伊拉克战争也还在继续，这使得估值计算重新充满不确定性。对通货膨胀的担忧正在增加。对全球股市的利好因素是美联储正在持续的低利率政策，这补偿了高企的石油价格对经济的负面影响。

地缘政治力量

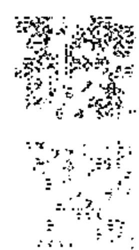
多年来不景气的日本经济已经成为全球经济整体复苏的重要拖累。日本经济的温和增长受到出口的支撑，而不是国内需求的支撑。其他经济体向日本的出口也受制于日本经济的低迷和对衰退的担忧。资产价格以及商品价格的通货紧缩暗淡了任何复苏的前景。更重要地，通货紧缩损害了金融业、公司以及家庭的资产负债表，结果就抑制了国内的消费。面对日本金融动荡的局面，美国股票市场怎么能够得到持续反弹？这个问题的答案依赖于，日本政府是否有能力对金融部门进行整治并着手处理不良贷款问题。或许，在这个太阳曾经升起的地方，太阳正在升起？日经指数在 2003 年大幅反弹，从 2003 年初的7 750点反弹到 2004 年初的12 000点。这次反弹不是单纯地由日元的走强带动的，而是两者之间有相互支撑的作用，投资者选择大量购进日元资产。如果美国股市继续低迷，则日本股市可能会进一步反弹，因为全球投资者认为日本公司收益率的反弹会得到继续。

德国经济也处于糟糕的境况之中。东德与西德合并的成本已经远远超过了 90 年代初期的预期。生产率水平及收入水平较高的西德与这两者都较低的东德的合并，伴随着重大的转换成本。就像日本一样，德国经济也存在通货紧缩的危险。尽管德国中央银行以及最近的欧洲中央银行都在与通货膨胀作斗争，但是人们越来越担心，随着通货膨胀的结束，德国及整个欧洲的经济将面临通货紧缩的困扰，而通货紧缩可能会给德国和欧洲带来灾难性后果。事实上，欧洲中央银行在调低利率上的迟疑，已被格林斯潘及美国政府所察觉。现在有两种选择，要么跟随美国降低利率，要么面对强势的欧元。欧盟选择了强势欧元，因此影响了欧元区国家的出口增长。欧盟其他一些大的经济体，譬如法国、意大利等，都在努力使经济保持一定的增长速度。英国经济表现稳健，这是因为受到了房地产市场繁荣的支撑，在 2004 年初，英国经济的表现好于欧洲其他国家。

尽管东亚经济已经从 1997～1998 年金融危机中逐渐复苏，但是最近 SARS 的流行却极大地影响了经济增长的前景。人们在任何形式的旅行中



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



都有可能传播SARS病毒，因此航空业、酒店业以及一些旅游目的地受到较大冲击。在受SARS影响的很多亚洲国家，人们都不愿意出行，更不愿意出入商店、休闲广场以及其他一些公共场合。在这样高度危险的环境下，一些人宁愿待在家里足不出户。因此，SARS对该地区消费的影响仍在继续。不仅零售业受到冲击，连银行业也受到牵连。大家广泛担忧，SARS已经潜伏到亚洲消费者体内，所以需要很长时间信心才能恢复，即便是在SARS已经得到消除之后。事实上，经济活动下滑导致国内生产总值增速下滑，公司盈利下降。另外，一些美国跨国公司也声称，SARS损害了它们的盈亏结算线(bottom line)，因为它们有较多的产品在亚洲地区销售。

我们知道，股票市场是向前看的，而且股票估值是建立在对未来盈利水平的预期之上，而不仅仅是过去的盈利水平。因此，当美国经济开始复苏时，欧洲经济、日本经济以及亚洲经济也开始逐渐复苏，这导致公司盈利的前景向上调整。到2004年中期，经济复苏的迹象已经显现，大宗商品价格开始反弹，特别是金属价格。有人认为，日元可以作为全球经济是否反弹的指示器。事实上，中国经济在2003～2004年间增速明显加快，带动了大宗商品价格和能源价格上涨，成为全球经济增长的引擎。弱势美元也间接地推高了商品价格及能源价格。或许，美国的低利率政策及弱势美元是本轮全球经济复苏的关键?

全球市场的同步性及一体化

投资者都知道，世界上几乎所有商品价格、股票价格及货币汇率都是在美国市场中决定的。在这里，无数的投资者在市场中交易买卖，最终价格由供给和需求以及交易量的大小决定。其他国家以及他们的金融市场跟随美国市场的走势而波动。也就是说，世界主要股票市场的波动是接近同步的，或者已经一体化。相关系数不是1，但就欧洲交易所而言，相关系数就非常接近1了。亚洲市场对纳斯达克科技股、金属和半导体价格的变动非常敏感。与美国收盘价相比，偏差可能并且确实存在，但是，这一偏差——百分比变化——相对较小，并且在美国市场第二天开盘前会恢复至美国收盘价。在冷战后期的20世纪90年代，这一点更加明显。在这段时期，甚至产生了一种投资者恐惧，特别是在周末；和任何其他货币标价的资产相比，他们都倾向于美元资产。在冷战时期，美国曾被认为是资本的安全天堂。投资者不仅愿意将资金投入美国债券市场，而且也愿意投资于美国公司股票，而非投资于欧洲的债券或者股票。

直至今日，欧洲股票市场的交易者都密切关注美国期货市场的走势，特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别是周五早盘的走势。美国股市在周五的下跌会暗示欧洲投资者抛售股票，对冲风险。尽管在周五可能还有些迟疑，但欧洲投资者往往会在周五平仓，在周末保持仓位中性状态。在冷战结束之后，美国投资者也开始倾向于在周五卖出股票，并买入较为安全的债券以安度周末。毕竟，谁会知道周末不会发生什么战争或者恐怖袭击呢？另外，为什么不在周末无风险地获得利率收益呢？我们知道，投资者倾向于回避风险，在“9·11”事件之后，一直存在着会有恐怖袭击严重打击一个区域或经济体的危险。

世界其他地区的股票市场会在多大程度上跟随美国股票市场而波动呢？多年来，欧洲及亚洲国家股市的表现差于美国股市，这是由于该国的一些国内因素，例如，利率期限结构、通货膨胀率、产出增长率、资本流动以及美元强度等。在美国股市及其他国家股市中存在周期，全球投资者从美国股市转移到其他有前景的市场，这部分是受到货币重配的驱动。因此，现阶段表现不佳的市场可能会在下一个周期有好的表现。

在如今的2004年，曾被誉为安全天堂的美国股市和债市（相对于世界其他地区），由于美元走软，已经变得不怎么“安全”了。尽管世界其他地区股市大致与美国股市保持同样的步调，但是市场的具体表现并非完全一致。国际投资者对相对利率、收益率及汇率的波动都极为敏感。就如同各国股市涨跌并非完全一致一样（至少从比例上看），主要经济体的运行状况也并非完全一致。正如之前所讨论的，在日本经济陷入低迷多年，德国经济也经历了严重的衰退的同时，美国经济却神奇地持续增长了8年。这种实体经济增长的非同步性是美国股市在20世纪90年代持续繁荣的关键推动力。然而，只要经济合作与发展组织的成员国经济增长率趋同，则全球投资者就会逐渐调整他们的资产组合，抛出美元资产，进入其他主要经济体的股票市场。因此，美国股票市场就仅仅为其他股票市场提供一般性的引领作用。

由于全球股票市场之间协调变动，并部分一体化，因此G－8国家的宏观经济政策的协调（包括货币政策和财政政策）就显得相当必要。各个国家地区的利率怎么能够存在较大差异呢？怎么能够出现一个国家或地区信贷宽松而另一些地区信贷较为紧张的局面呢？怎么能够一些地区货币供应激增而其他地区则没有呢？又怎么能够一些地区执行宽松的财政政策而另一些地区仅是观望或者执行中性的政策呢？这些问题对这些国家之间的出口、通货膨胀率以及各自的经常账户赤字都有很大的影响。

如果世界经济能够尽快复苏，那么我们也就不必实施“以邻为壑”的货币贬值政策，也不必无所作为而等着搭别国政策的便车。美国经济已经引领全球经济增长很长时间了，或许现在全球经济增长应该变得更加同步？一个更加广阔范围内的全球经济复苏将会有利于主要国家经济体——譬如日本、中国、韩国、澳大利亚、南非及欧洲——股市的上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国股市为何反弹?

伊拉克战争之后，美国股市快速反弹。更准确地说，这种反弹建立在对战争胜利的预期，以及投资者相信伊拉克的石油供应不会受到明显影响的基础之上。道一琼斯指数从战争之前的7 350点反弹到2004年中的10 400点，在仅仅10个月内上涨了30%之多。尽管这次的反弹如此引人注目，但是我们必须承认，在战争之前，市场充满了悲观情绪，市场处于一种超卖的状态。因此，指数的持续快速回升不应令人感到奇怪。

另一个推动股市在战后迅速反弹的因素来自于经济基本面，很多美国公司公布了不错的第一季度财务报表。众多美国公司超出市场预期，表现出对未来短期内盈利的乐观局面。投资者喜闻乐见，积极地大量买入股票。“买入建议”清晰可见，投资者在阶段性低点买入，表现出重新获得股票的渴求。在2004年4～5月期间，市场(主要是机构)大举买入权重股票，年末则又出现一波买入风潮。上市公司第二季度及第三季度的盈利报表也非常之好，标准普尔指数也保持住年初出现的亢奋状况。但是，早在这些盈利报表发布之前，很多投资者已经迫不及待地买入了股票。不断被哄抬到新高的股价主要是基于未来不断增长的企业盈利的可能性，而不仅仅是一个较高并可以被接受的盈利水平。并且，企业迅速增长的盈利能力已经被市场认可并反映到股价之上，因为2004年第一季度股价大幅反弹，并且公司盈利的增长也非常稳固。

此外，我们还不能忽略美元大幅下跌对股市的重要影响。这里涉及的一个实证问题便是，是否当美元走强时股市就会上涨，当美元走弱时股市就会下跌呢?理论上，当股票市场处于低谷时，国外投资者愿意进场买入股票，并且希望美元也较疲软，以期在股市和美元双双走强时，获得双重收益。反之亦然，当股市及汇市都处于高峰时，国外投资者便卖出其所持有的美国股票。在2001～2002年，有迹象表明，美国股市及美元同时遭遇重挫。外国投资者纷纷希望抛售美元标价的资产，以避免美国股市和美元的溃败有损他们获得的利润。然而，在2003年3～5月期间，美元还在持续下跌，但美国股票市场却强劲反弹。或许对于美国股票，国内投资者比外国投资者有更强的信心，几周后美元相对于欧元开始升值，欧元兑美元汇率从119美元/100欧元提高到2003年中的109美元/100欧元。公司收入报表也鼓舞了金融市场。然而，抛售美元的第二波风潮又在2003年末及2004年初开始，此时欧元兑美元汇率达到了128美元/100欧元，对日元的汇率达到了1美元/105日元，使得想要购买美国资产的投资者非常紧张，即使面对股市的上涨，这些投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

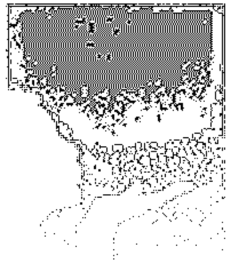
者也没有再继续买进。这里的问题便是，面对走弱的美元，股票市场的行情表现到底如何呢？

美元究竟还要下跌多少？当美元兑日元汇率下跌到1美元/100日元以及欧元兑美元汇率下跌到132美元/100欧元时，将会使投资者极度紧张，并且形成了抛售美国股票的巨大压力，但对出口以及全球猎头们来说，压力就没有那么严重。这就是上面提到过的替代效应，全球投资者会调整他们的投资组合的比例，更多地配置欧洲及亚洲的资产而减少美元资产比例。这并不意味着美国股市会因此而暴跌，而是其他国家的股市会上涨，以致达到美国股市的估值水平。在这种全球经济复苏的大背景下，美国的股票价格不太可能出现重大下跌，因为国外经济和股市反弹了。当全球经济复苏变得更加同步时，我想，这对于美国会是一个利好的消息。

强大的政策刺激

美联储很早已经开始着手实行扩张性货币政策，以此来创造一种宽松的信贷环境，刺激美国经济的复苏。正如前面所讨论的，联邦基金利率已经达到历史低点，然而私营经济部门的投资仅是实验性的复苏。对利率敏感的耐用消费品的销售确实提高了，但是这在很大程度上得益于公司扩张性的销售策略，并也受到了“9·11”事件之后汽车生产厂商希望能够尽快处理库存的影响。家庭利用这个较低并仍不断下降的抵押贷款利率来为他们的住房再融资。在这种价格不断上涨的市场中，过多的流动性被用于购买住房相关产品或/和一般消费品。当然，低利率还可以通过其他一些渠道来发挥效力，低利率降低了企业支付给银行的融资成本，并且缩小了美国公司债券及政府债券之间的利差。在格林斯潘施行激进的利率政策之前，美国公司债券收益率相当高，非常危险，这部分是由于投资者要求较高的风险溢价，并且担心美国的某些大公司债券有违约风险。因此，在2000～2001年期间，公司的融资成本相当之高。难怪在这段时间，美国公司不愿意新增重大投资。不仅投资的期望收益较低并且不明朗，而且在后泡沫时代，融资成本也变得非常之高。





如我们之前提到的，尽管较低的利率刺激了消费，但是私营部门对利率的反映却比较迟缓。增长理论强调新兴资本及较高的资本—劳动比率对中期经济增长的重要性。对公司股本的资产注入越被推迟，公司股价的增长潜力就会越小。技术进步促进经济长期增长，但是技术的作用只有通过某种资本形式才能体现。分析师们常常回顾过去的经济复苏，指出资本投资的复苏在其中起到中心作用，通过指数效应和链式法则而传递到整个经济。这一次的复苏相比较之前有什么特别之处吗？私营经济部门的缓慢复苏是美国经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济复苏的最致命的弱点。短期前景很不明朗，因为产能仍非常过剩，就业也远没有得到恢复。没有公司会愿意在产能过剩的情况下增加投资，因为任何需求的增加都可以很快被现有的库存或者产能满足。

另外，20 世纪 90 年代的供给过剩来源于两个方面：一方面是过度投资；另一方面则是投资结构失调，使得过多的资本被配置到了并不能够产生预期投资收益的部门。大量投资，特别是在高科技及互联网泡沫时期的投资，都没有什么成效，被完全浪费了。野心超过热情，很快又消退。项目很快变成次品柠檬。这种投资结构的失调对如今的美国公司产生了什么影响呢？它不仅动摇了人们的信心，影响了资产负债表，而且激怒了广大投资者，并影响他们从银行获取贷款的能力。在泡沫破裂之后，大公司的首席财务官们变得越来越抠门。他们不仅要消化之前留下的剩余产能，而且要在如此严峻的经济形势(部分是由投资失调造成的)中寻找新的可盈利的投资机会。很多大公司在投资方面异常谨慎，甚至很多公司在静待其他大公司做出投资决策之后，自己才愿意进行投资。经济中的悲观情绪以及投资的延迟主要发生在2000～2002 年之间，之后随着公司及政府的债券收益率之间差异减小以及股价回升，美国公司对未来的信心才逐渐增强，制定投资决策也就不再那么犹豫。

在财政政策方面，美国政府通过国会颁布了一项激进的减税并鼓励消费的法案。这个《经济增长和税收改革调节法案》的主要内容如下：

- 降低边际所得税率
- 儿童税收扣除
- 已婚共同收益扣除
- 加速折旧
- 增加小企业的费用列支
- 个人资本收益率减低
- 降低对红利的征税

这项经济增长的综合措施的主要目标是减少税收，增加潜在的消费。这既有利于消费者，也有利于企业。例如，边际税收等级从 15%、28%、31%、36%和 39.6%降低到了 10%、15%、25%和 33%。那些有资格进入 10%税收档次的人，可以利用这种有限的收入增加获得额外的消费空间。那些因儿童税收扣除计划而得到较高补贴的家庭，很快就拿到了钱。有共同收益的已婚人群获得了更高的免征税门槛和其他福利。对于投资者来说，资本收益税率分别从现有的 20%和 10%降低到了 15%和 5%，这将鼓励他们买卖股票。类似地，废除股票红利的双重税收是人们长期以来所期盼的，它将鼓励股票的“购买并持有”策略。然而，对持有期有某些合格性的规定。不仅这些新的措施现在有效，而且大多数可以扩展到以后的 10 年，因此，也可以认为是半

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"永久的"。企业界通过加速折旧补贴而获得喘息的机会，主要针对 2003～2005 年这一时期，降低现在的库存水平是为了给新的耐用品订单的增加做准备。这个刺激作用不可小觑，无论从哪一个新时期的标准来看，它的力量都是巨大的。然而，就像本书中多次提到的那样，使用货币和财政措施来修正收入和支出流，可能不足以抵消资产价格水平给经济带来的严重创伤。而且，过度投资和错误投资可能在新一轮的投资开始之前，需要很多年才能被消化掉，因为过去过度的生产能力仍然在复苏的经济中延续着。因此，资产价格泡沫破裂之后的经济复苏可能需要更长的时间，比通常的存货过度和需求剧减之后的经济复苏要慢。

美国后泡沫时代的经济可以和日本的后泡沫时代相比吗？答案是：某种程度上可以。在 1991～2003 年，伴随着资产价格的下跌，日本在很多年里投资规模也一直下降。私营部门的投资一直低迷，由于商业住房市场及居民住房市场的崩溃，基本建设支出也一直低迷。居民消费一直低迷，但是没有崩溃。至少非耐用品(日用品)销售额回升，而耐用品的消费却保持低迷。消费永远没有能力去补偿投资支出的大规模下降。日本政府试图采取多种财政政策刺激经济，但是结果都失败了，由于对经济前景的担忧，使得减税以及在公共方面的开支都没有起到积极的效果。因此，政府支出的增加也没能补偿私营经济部门投资的减少。就如我们先前分析的，出口导向的经济战略使得日本经济走向富强，同时对美国的经常账户盈余也是颇为欢迎的。但是出口及巨大的经常账户盈余也不足以抵消投资支出的巨大萎缩。以上就是资产价格紧缩对经济的恶劣影响。流量的适中变化不足以填补存量的巨大窟窿。在 2003 年，美国经济也面临着相似的境况，投资复苏的前景比较暗淡，经济前景依赖于消费、政府支出/税收减免以及非正式的美元贬值政策对出口的刺激。这里，我们应该注意到，日本出口的增长及充足的经常账户盈余，都不足以刺激经济的复苏。我们何以期待，美国能够通过美元贬值而迎来经济的下一个繁荣呢？我们面临着历史上的两难困境：没有投资的重大复苏，经济如何出现复苏？下面我们将分析，影响美国经济在 2005～2006 年间持续复苏的有利因素及不利因素。

美国经济复苏：将走向何方？

我们在之前已经罗列并分析了一系列刺激美国经济的政策措施，包括极低的利率水平、货币供应量的提高、税收减免以及美元贬值，这些政策都将会提高中长期的国内生产总值增长率。究竟政策影响会有多深远呢？如果这些政策措施仅是短期的或缺乏实质影响，则国内生产总值增长率在未来五年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能仍会低于20世纪90年代平均4%的增速——会在3%左右。从之前的讨论中我们知道，每股收益增长率依赖于国内生产总值增长率。在2004年，"向前看"的投资者期待每股收益会有7%～8%的增长率，这就意味着，国内生产总值近期增长率为4%～5%左右。从中期来看，譬如5年，两者的增长率会趋同。天下没有免费的午餐，如我们之前所分析的，极低的联邦基金利率使得股票在2004年的估值具有了一个安全的下限，估值的上限是由依赖于国内生产总值增长率的每股收益增长率决定的。如果销售及经济活动在2005～2006年间——周期中的高涨期——没有反弹的话，那么每股收益也将不会增长，同时股票估值水平也将不得不向下修正。我们有理由对经济的复苏保持警惕，因为还有一些可能影响或者延迟经济复苏的因素。

应该保持警惕的原因

- 美国公司的定价能力
- 生产能力的利用
- 劳动力市场的低迷
- 结构性弱点——制造业
- 持续增长的经常预算赤字
- 持续增长的预算赤字
- 收益曲线的长尾现象
- 通货紧缩余波
- 盈利加速——有限的?

以上所有应当注意的因素，都直接或者间接地涉及盈利能力。美国市场已经将经济复苏以及下一年盈利的增长考虑到资产价格中。因此，任何关于公司盈利将会下降的迹象都会影响市场信心，并导致股价的下跌。美国经济结构失衡也会对市场前景产生影响，敲打过度乐观的投资者的肩膀。在现阶段，财政政策以及货币政策的扩张性也预示着，在未来某个时刻，政策就会紧缩。

应该保持乐观的原因

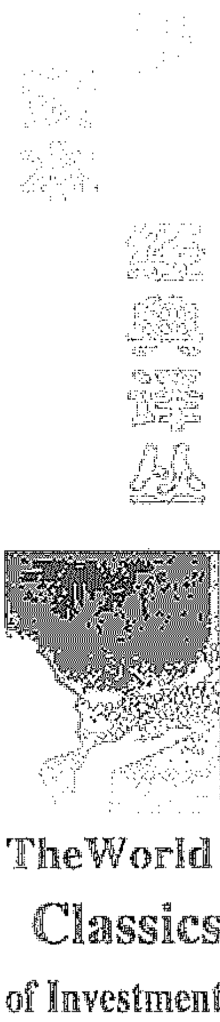
- 世界经济复苏——同步化
- 日本经济复苏?
- 走弱的美元
- 房地产市场的繁荣
- 中国经济的崛起
- 较低的世界利率水平
- 财政扩张

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迄今为止，美联储的迅速反应以及启动经济的激进措施均是有效的。伦肖(Renshaw,1995)提醒我们，美国经济金融史已经显示，在1990年之前，实际货币供给的提高以及占国内生产总值3.5%甚至更多的预算赤字，都与股票市场的上涨有密切的关系，也就是说，财政政策和货币政策的双管齐下，在过去已经被证明是有效的。现在的情况也不应该例外。毕竟，在"9·11"事件发生后，格林斯潘已经明确表示，他将采取措施促使美国人进行投资。他确实做到了。本书旨在强调"货币是重要的"，并且在泡沫破裂之后，我们已经见证了，又一波流动性的增加和实体因素共同刺激了经济活力。资产负债表受损以及资产价格紧缩都要求美联储有所作为。以上这些都是美国经济的利好新闻，但是，这也不意味着在2004～2005年期间，我们就能在股市中找到值得投资的股票。为什么？因为股票市场是向前看的，而当前的股价已经推测和考虑了大量的利好消息。因此，还是小心为妙。

来自电影《华尔街》的教训

我们不应该听信戈登·杰科在电影《华尔街》中的话——贪婪是不好的，贪婪是错误的，贪婪也不起作用。贪婪困住了我们的自我，使我们屈从于交易规则，改变我们之前设定的界限。贪婪使我们的欲望永远无法得到满足。贪婪使我们变得更加不理性和自私，当我们需要认真尊重事实时，我们恰恰没有这么做。贪婪使得我们偏好短期投资收益而非长期收益。我们变得极没有耐心，极为匆忙。本书赞同投资者在经济周期的不同时间采取不同的策略，同时合理调整资产组合，并且保持足够耐心。我们没有必要买入并且永远持有，只需要在合适的时机及时转换资产类别。因此，电影《华尔街》中的"卢"(Lou)——紧盯基本面并且拥有足够耐心的投资者——在这里有东西要向我们传授。



结 论

当我们在评估美国经济复苏的可能性时，有理由保持乐观吗？在这一不确定的时期，消费水平和消费者的信心仍算顽强，在某种程度上防止出现"正常"的衰退。尽管消费受到了股价下跌的不利影响，但是较低的利率、宽松的信贷环境以及住房再抵押政策，都对消费有一定的支撑作用。因此，繁荣的房地产市场在更广义的层面上刺激了消费支出。布什政府的一系列财政政策在维持消费支出及信心方面是非常激进的、可观的和有效的。然而，到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2003 年末为止，这些政策对投资支出的影响仍然非常小。美元贬值有助于增加出口，这会减小美国经常账户赤字占国内生产总值的比重。

然而，展望未来，我们对美国经济的可持续复苏的前景依然有理由悲观。例如，中国对全球各地(不仅仅是美国)的制造业部门都形成了巨大的威胁。因此，在未来几年，美国制造业的就业率下降将会是常态。直到如今，经济的复苏并没有有效创造就业，很多企业为了追求效率而解雇了员工。如何为那些无经验的人创造就业机会，对于政策制定者而言，确实是一个难题。我们也没有理由认为，中国和日本会继续购买美国的债券，从而间接地为美国的高消费模式及预算赤字提供资金。美元贬值最终会使得中国以及日本投资者在美国要求更高的利率，而这可能阻止美国经济的复苏。尽管美国政府对未来几年的预算赤字的预期是乐观的(我们需要对此保持一定的怀疑)，但是，如果未来几年内美国国内生产总值增速不能持续超过 3.5%，那么预算赤字的状况可能会继续存在。政府预算和经常账户赤字的增加会抬高利率，尽管格林斯潘努力使收益率的短尾下降。

当我们评估美国股票市场复苏的前景时，我们需要提醒自己，关注之前讨论过的股市中新的趋势线。如果美国股市的市盈率回归到它的 14.5 倍这一长期均值，那么标准普尔指数将要回归到 800 点左右，道一琼斯指数也将回归到 7 000 点左右。如果是这样的话，向长期均值的回归，将会导致大范围的投资者财富损失以及破产的发生。实体经济将会陷入衰退。但是，如此幅度的调整不太可能发生。原因是，旧的趋势线以及市盈率均值可能已经过时，新的趋势线逐渐显现。生产率的增长部分解释了这个问题。第一章讨论的经济中的有偏激励，解释了剩下的部分。由于泡沫时期经济中的过剩产能已经被消化，所以市盈率将会被修正到 35 倍这一历史性高位和 14.5 倍这一旧市盈率均值之间。较高并已稳固的生产率增速以及最近大规模的减税激励，可能会支撑较高的市盈率和估值水平，或许平均市盈率可以达到 20 倍稍强。估值水平上升可能会是合理的，因为国内生产总值可持续的增长率保持在 3.5%左右，同时 10 年期债券利率也在 4.5%左右。较低的估值水平和市盈率主要受较低的国内生产总值增长率以及 10 年期债券利率在 2004～2005 年间可能上升到 5.5%的影响。

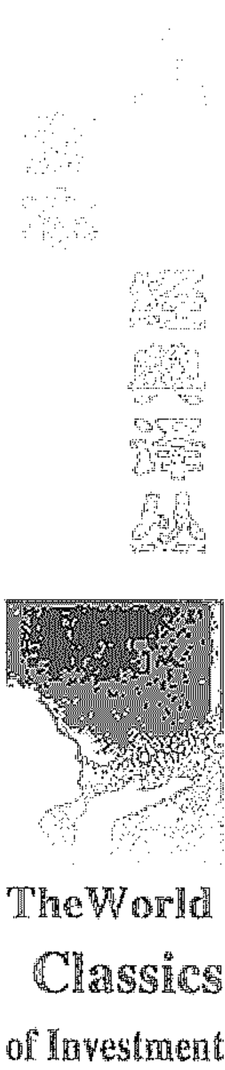
或许我们应该尊重历史给我们的一些规律事实：在市盈率高于 30 倍或者更高时不要买入股票；相反，在市盈率低于 15 倍时买入并持有股票。在本书中，我们提醒投资者，每股收益和市盈率可能会回归均值，这是基于历史证据的。我们也应该尊重一些估值区间，即使有时由于科技及政策面的因素，估值会超过上限或者低于下限。现在，我们似乎处在这个估值走廊的上端，因为大规模的税收减免刺激了金融产品的投资。因此，美国股市市盈率的新的趋势线可能在 20 倍左右，但是也有可能会稍低一些，这仍然处于新的长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值区间之内。

然而，由于世界经济的复苏加快，美国公司的表现可能会随之变好，因为经济合作与发展组织成员国经济的增长列车越来越同步，并且装配了自动动力。如果是这样的话，美国股市，特别是道—琼斯指数中的跨国公司，会因为全球产出的提高而有好的表现。但是，如果世界经济复苏缓慢并且美国经济的结构性问题（例如，经常账户赤字及预算赤字）不能得到妥善解决的话，美国股票价格将依然处于估值区间的底部。对于全球投资者来说，最好的结果便是全球经济同步复苏，并且各国货币汇率保持稳定，这样经济动力和消费需求增长就能够在主要经济体中得到公平的分享。

就个人层面而言，投资者应吸取教训，分散投资并且实施区间交易。分散投资是有益的，但这不仅限于股票，还包括不动产、债券、黄金、国外股票以及少量现金。美国股市不会一直都是一个“单行道”。其次，虽然过去的市盈率仅仅是一个参考，但其中的确包含了未来股市走势的信息。当市盈率达到35倍或者更高时，投资者就不要再继续买入股票了。的确，不时获利平仓是有益的。当股市在短期（数月）内上涨25%或者更多时，投资者应当理智地认识到，这样的收益已经相当可观，并应该对之满意。投资者也应当考虑到自己的年龄，越接近退休年龄，投资组合就应该越趋于保守和防御。如果你的退休金账户在你壮年的时候与股票市场过于密切地相关，那么你就应该补充金融方面的知识，密切监督委托的基金和整个市场的表现。另一种选择便是投资组合更加分散化，包括股票和其他资产类别。最重要的是，关注利率及公司盈利这一对剪刀刃的变化，利率的提高及公司盈利能力的下降都会将投资者挤出股票市场而进入债券市场。向前看，在2005～2006年间，美国股票市场上升还是下降，主要取决于公司盈利表现及利率水平，如果股市要上涨，则前者增速就必须高于后者。当然，还需要稳健的国内生产总值增长率、美元汇率的稳定以及原油价格从40美元向30美元稍强的回归。因此，仔细聆听格林斯潘，或者下一个“斯潘”的言论，对于行走于华尔街的投资者来说是非常重要的——即便恐怖分子和极端危险分子也可能行走于该大街。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

Alles, L., Chang, R. and Koudiya, R. (1998), 'Debt finnacing by industrial firms in the Pacific Basion: an empirical study', Institute of International Competitiveness, *Discussion Paper Series*, 97:07.

asian Development Bank (2000), 'Asian Development Outlook 2000', Manila: Oxford University Press, p. 25.

Baker, D. (2000), 'Double bubble: the implications of the over valuation of the stock market and the Dollar', *Center for Economic Policy Researcb*, June, Washington, pp. 1—19.

Bank of Japan (2004), *Statistics and Other Key Statistics*, www. boj. or. jp/en/.

Barsky, R. and De Long, J. (1990), 'Bull and bear markets in the twentieth century', *Journal of Economic History*, Vol: 50, pp. 265—281.

Bell, C. (2000), 'Web considerations for busy financial executives', *Solomon Software Company*.

Bergstein, F. (2000), 'White House Conference on New Economy', http://www. usembassy. state. gov/columbia/wwwhwhne. html, p. 17.

Bernanke, A. (1983), 'Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression', *American Economic Review*, Vol: 73, June, pp. 237—276.

Bernanke, B. and Gertler, M. (1995), 'Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission', *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 9, pp. 27—48.

Berndt, E. and Morrison, C. (1995), 'High tech capital formation and economic performance in US manufacturing industries: and exploratory analysis', *Journal of Econometrics*, Vol: 65, pp. 177—182.

Blanchard, O. J. and Watson, M. W. (1982), 'Bubbles, rational expectations, and financial-markets', in *Crises in the Economic and Financial Structure*, D. C. Heath and Co, Lexington.

Blinder, A. (1997), 'What central bankers could learn from academics—and vice versa', *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 11, p. 10, 15.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Bluestone, B. and Harrison, B. (1997), 'Can't we grow faster?', *The American Prospect Online*, http://www.prospect/archives/35/35, Vol: 8, No. 34, p. 2.

Brooks, J. (1999), *The Go-Go Years*, John Wiley and Sons, NY: p. 136.

Brynjolfsonn, E. and Hitt, L. (1993), 'Is information spending productive? New evidence and new results', *The Proceedings of the 14th International Conference on Information Systems*, Orlando, Florida, December 5—8, p. 51.

Buffet, W. and Cunningham, L. (1997), *The Essays of Warren Buffet: Lessons For: Corporate America*, The Cunningham Group, New York, p. 205.

Canterbery, E. R. (1991), 'An evolutionary model of technical change with markup pricing', in *The Megacorp and Macrodynamics*, (William Milburg Ed.) M. E. Sharpe: Armont, New York: pp. 87—100.

Canterbery, R. (1993), 'Reagonomics, saving and the casino effect', in *The Economics of Saving*, (James Gapinski Ed.), Kluwer Academic Publishers, Boston: p. 153—175, 169.

Canterbery, R. (1999), 'Irrational exuberance and rational speculative bubbles', *Journal of International Trade*, Vol: 13, p. 29; 1—33.

Canterbery, R. (2000a), *Wall Street Capitalism*, World Scientific Publishers, Covent Garden, London: p. 69.

Canterbery, R. (2000b), *Wall Street Capitalism*, World Scientific Publishers, Singapore: p. 19, 41, 195.

Cook, T. and Hahn, T. (1989), 'The Effect of Changes in the Federal Funds Rate Target on Market Interest Rates in the 1970's', *Journal of Monetary Economics*, 24(November): 331—351.

Cooper, r. and Madden, G. (2004), 'Rational Expectations of ICT Investment', in Cooper, R. and Madden, G. (eds) *Frontiers of Broadband, Electronic and Mobile Commerce, Contributions to Economics Series, Pbysica-Verlag*, Heidelberg, pp. 267—284.

Corsetti, G., Presenti, P. and Roubini, N. (1998), 'What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?', http://nroubini@stern.nyu.edu.

Cunjingham, L. (2002), *Outsmarting the Smart Money*, McGraw-Hill, New-York, p. 140, 155.

David, P. (1990), 'The Dynamo and the Computer: An Historical Perspective on the Modern Productivity Paradox', *American Economic Review*, Vol: 80 (2), pp. 351—361.

Diamond, D. and Dybvig, P. (1983), 'Bank runs, liquidity, and deposit insurance', *Journal of Political Economy*, Vol: 91, pp. 401—419.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ely, B. (1996), A Hark Look at the Fed's Wizard of Oz, American Banker, February 15.

Fama, E. and French, K. (1988), 'Permanent and temporary components of stock prices', *Journal of Political Economy*, April, Vol:22, pp. 3—25.

Fama, E. and Fench, K. (1992), 'The cross section of expected returns', *Journal of Finance*, Vol:47, pp. 427—466.

Feldsein, M. (2003), 'Why is productivity growing faster?' *Journal of Policy Modeling*, North Holland, Vol:25, pp. 445—451.

Field, A. (1984), 'Asset exchanges and the transactions demand for money, 1919—25', *American Economic Review*, March, Vol:74, pp. 43—59.

Flood, R. and Garber, P. M. (1984), 'Collapsing exchange rate regimes: some linear examples', *Journal of International Economics*, Vol:17, pp. 1—17.

Fox, L. (2003), *Enron*, John Wiley and Sons, New Jersey.

Friedman, M. (1953), 'The case for flexible exchange rates', in *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago.

Friedman, M. (1968), 'The role of monetary policy', *American Economic Review*, March, Vol:58, pp. 1—17.

Friedman, M. and Schwartz, A. (1963), *A Monetary History of the United States*, 1867—1960, Princeton University Press, Princeton.

Galbraith, J. K. (1998), *The Great Crash* 1929, Houghton Mifflin company, Boston.

Gapinski, J. (1992), *Macroeconomic Theory: Statics, Dynamics and Policy*, McGraw-Hill, New York.

Gapinski, J. (1999), *Economic Growth in the Asia Pacific Region*, St. Martin's Press, New York.

Gecko, G. (1988), *Wall Street*, CBS FOX.

Greenspan, A. (1988a), 'US Federal Reserve, Greenspan's testimony', *US senate Committee on Banking Housing and Urban Affairs*, March 31.

Greenspan, A. (1988b), 'US Federal Reserve, Greenspan's testimony', *US Senate Committee on Banking Housing and Urban Affairs*, March 31.

Greenspan, A. (1988c), 'Us Federal Reserve, Greenspan's testimony', *US senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, February 2.

Greenspan, A. (1990), 'US Federal Reserve, Greenspan's testimony', *US Senate's Committee on Finance*, February 27.

Greenspan, A. (1991), 'US Federal Reserve, Greenspan's testimony', *US Senate's Committee on Finance*, May 16.

Greenspan, A. (1993), 'US Federal Reserve, Greenspan's testimony', *US*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Senate's Committee on Finance, March 24.

Greenspan, A. (1996), 'Humphrey-Hawkins report', *Federal Reserve Board*, December 16, p. 3.

Greenspan, A. (1997a), 'Monetary policy report to the congress', *Board of Governors of the Federal Reserve System*, p. 2.

Greenspan, A. (1997b), 'budget of the US government', *US Economic Report of the President*, (2000), p. 103.

Greenspan, A. (1997c), 'Congressional testimony', http://www.comm-docs, house.gov/committees/bank, p. 9.

Greenspan, A. (1997d), 'Federal Reserve, Greenspan's testimony', *U. S. House of Representative's Committee on the Budget*, October 8.

Greenspan, A. (1997e), 'Humphrey-Hawkins report', *Federal Reserve Board*, February 26, p. 3.

Greenspan, A. (1997f), 'Humphrey-Hawkins report', *Federal Reserve Board*, July 23, p. 6.

Greenspan, A. (1997g), 'Humphrey-Hawkins report', *Board of Governors of the Federal Reserve system*, July 22, p. 3—4, 5.

Greenspan, A. (1997h), 'US Federal Reserve, Greenspan's testimony,' *US House of Representatives Committee on the Budget*, October 8.

Greenspan, A. (1999a), 'Monetary policy report to the congress', *Board of Governors of the Federal Reserve System*, July 22, pp. 19—21.

Greenspan, A. (1999b), 'Humphrey-Hawkins report', *Board of Governors of the Federal Reserve System*, February 23, p. 7.

Greenspan, A. (1999c), 'Humphrey-Hawkins report', *Federal Reserve Board*, July 23, p. 6.

Greenspan, A. (1999d), 'Humphrey-Hawkins report', *The Federal Reserve Board*, February 23, p. 1.

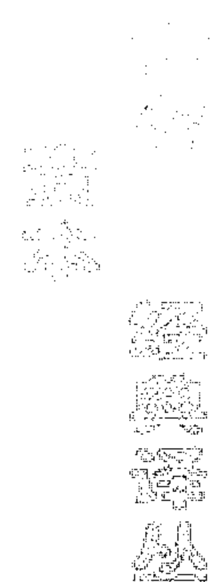
Greenspan, A, (1999e), 'US Federal Reserve, Greenspan's testimony', *U. S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, February 23.

Greenspan, A. (2000a), 'Humphrey-Hawkins report', *Board of Governors of the Federal Reserve System*, p. 3.

Greenspan, A. (2000b), 'Monetary policy report', *Board of Governors of the Federal Reserve System*, p. 23.

Greenspan, A. (2000c), 'Humphrye-Hawkins report', *Federal Reserve Board*, February 17, p. 4.

Greenspan, A. (2000d), 'Humphrey-Hawkins report', *The Federal Reserve Board*, July 20, p. 5.





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Greenspan, A. (2000e), 'Humphrey-Hawkins report', *Board of Governors of the Federal Reserve Board*, July, p. 2.

Greenspan, A. (2003), 'Humphrey - Hawkins report', *Federal Reserve Board*, February 11, pp. 1—3.

Griliches, Z. (1988), 'Productivity puzzles and R and D: another non-explanation', *Journal of Economic Perspectives*, pp. 9—21; 43—69.

Grossman, G. and Helpman, E. (1991), 'Trade, knowledge spillovers and growth', *European Economic Review*, Vol: 35, pp. 517—526.

Hall, R. (1988), 'The relation between price and marginal cost in U. S. industry', *Journal of Political Economy*, Vol: 96, pp. 921—945.

Hall, R. (2000), 'The stock market and capital accumulation', *National Bureau of Economic Research*, May 12.

Hamilton, J. (1986), 'On testing for speculative price bubbles', *International Economic Review*, Vol: 27, pp. 545—552.

Hayakawa, H. and Maeda, E. (2000), 'Understanding Japan's financial and economic developments since Autumn 1997', *Working Paper Series*, Research and Statistics Department, Bank of Japan.

Hayes, D. (2000), 'Japan's big bang: the deregulation and revitalisation of the japanese economy', Tuttle Publishing, Boston.

Ibbotson, R. G. and Sinquefield, R. A. (2002), *The Stocks, Bonds, Bills and Inflation Yearbook* 2002, Chicago.

Johnson, H. (1976), 'Destabilizing speculation: a general equilibrium approach', *Journal of Political Economy*, Vol: 84, p. 101.

Jorgenson, D. (1988), 'Productivity and postwar US economic growth', *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 2, No. 4, pp. 23—41.

Jorgenson, D. and Stiroh, K. (1995), 'computers and growth', *Economics of Innovation and New Tecbnology*, Vol: 3, pp. 295—316.

Jorgenson, d. , Mun, S. and Stiroh K. (2003), 'Lessons from the US growth resurgence', *Journal of Policy Modeling*, North Holland, Vol: 25, pp. 453—470.

Kaufman, H. (2000), *On Money and Markets*, McGraw Hill, Ny: p. 54.

Keynes, J. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt, Brace and World, New York.

Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Basic Books, New York: p. 61, 132.

King, R. and Plosser, C. (1984), 'Money, credit and prices in a real business cycle', *American Economic Review*, 64(June): pp. 363—368.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

King, R. and Rebelo, S. (1990), 'Public policy and economic growth: developing neoclassical implications', *Journal of Political Economy*, Vol: 98, pp. 127—149.

Kopczuk, W. and Saez, E. (2004), 'Top wealth share in the United States, 1916—2000: evidence from Estate Tax Returns', http://www. Elsa. Berkley. edu/~saez/estateshort/pd.

Krugman, P. (1994), 'The myth of Asia's miracle', *Foreign Affairs*, Vol: 73, pp. 62—78.

Krugman, P. (1996), 'Stay on their backs', *New York times Magazine*, February 4, p. 3.

Krugman, P. (1998), 'Japan's Trap', http://web. mit. edu/krugman/www/jpage. html.

Krugman, P. (1999), 'Its baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap', http://web. mit. edu/krugman/www/jpage. html.

Lo, A. and MacKinlay, C. (1988), 'Stock markets do not follow random walks', *Review of Financial Studies*, Spring.

Lucas, R. (1976), 'Econometric policy evaluation: a critique', *Carnegie-Rocbester Conference Series on Public Policy*, Vol: 1, pp. 19—46.

Lucas, R. (1988), 'On the mechanics of economic development', *Journal of Monetary Economics*, Vol: 22, pp. 3—42.

Lucas, R. (1989), 'Why doesn't capital flow from rich to poor countries?' *American Economic Review*, Vol: 80, pp. 92—98.

Lucas, R. (1993), 'In making a miracle', in *Econometrica*, Vol: 61, 251—272.

Malkiel, B. (1999), *A Random Walk Down Wall Street*, W. W. Norton and Co, NY.

Mankiw, G. (2003), *Macroeconomics*, *Worth Publishers*, New York, pp. 296—297.

Marquis, M. (1996), *Monetary Theory and Policy*, West Publishing Company, St Paul, MN: p. 29, 60.

Meltzer, A. (1995), 'Monetary, credit and (other) transmission processes: a monetarist perspective', *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 9, pp. 49—72.

Miller, P. and Schmitz, J. (1996), 'Breaking down the barriers to technological progress', *Federal Reserve of Minneapolis*, Annual Report Essay, p. 7.

Minsky, H. (1986), *Stabilizing and Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven.

Montes, M. F. (1998), *The Currency Crisis in South East Asia*, Singapore:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Institute of South East Asinan Studies(ISEAS).

Nakagawa, S. and Oshima, K. (2000), 'Does a decrease in the real interest rate actually stimulate personal consumption?' *Working Paper Serives*, Research and Statistics Deparment, Bank of Japan.

Obstefeld, M. (1994), 'The logic of currency crises', *Cashiers Economiques et Monetaires* (Bank DeFance, Paris) Vol:2, pp. 369—450.

Oliner, S. and Sichel, D. (1994), 'Computers and output growth revisited: how big is the puzzle?' *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol:2, pp. 273—334.

Oliner, S. and Sichel, D. (2000), 'The resurgence of growth in the late 1990s: is information technology the story', *Board of Governors of the Federal Reserve System*, May.

Olson, M. (1988), 'The productivity slowdown, the oil shocks, and the real cycle', *Journal of Economic Perspectives*, Vol:2, No. 4, pp. 43—69.

Organization of Economic Development, *OECD Economic Outlook*, various issues, Paris.

Pack, H. (1994), 'Endogenous growth theory: intellectual appeal and empirical shortcomings', *Journal of Economic Perspectives*, Vol:8, pp. 55—72.

Plosser, C. (1989), 'Understanding real business cycles', *Journal of Economic Perspectives*, Vol:3, 51—77.

Poterba, J. and Summers, L, (1988) 'Mean reversion in stock prices: evidence and implications', *Journal of Financial Economics*, No. 22, pp. 27—59.

Rebelo, S. (1991), 'Long run policy analysis and long run growth', *Journal of Political Economy*, Vol:99, pp. 500—521.

Renshaw, E. (1995), 'The stock market's reaction to monetary and fiscal policy', Essay 11S, http://www. albany. edu. /~renshaw/stk/stk11S, pp. 1—4.

Ribstein, L. E. (2002), 'Market vs. regulatory responses to corporate fraud: a critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002', *Illinois Law and Economics Working Paper Series* No. Le02—008. p. 5.

Roach, S. (1987), 'America's white-collar productivity dilemma', *Manufacturing Engineering*, August, p. 104.

Roggoff, (1996), 'The purchasing power parity puzzle', *Journal of Economic Literature*, Vol:36, pp. 647—668.

Romer, C. (1993), 'The Nation in Depression', *Journal of Economic Perspectives*, Vol:7, pp. 19—39.

Romer, C. and Romer, D. (1994), 'Does monetary policy matter? a new test in the spirit of Friedman and Shwartz', *NBER Macroeconomics Annual*, Vol:4:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

pp. 121—170.

Romer, P. (1991), 'Endogenous technological change', *Journal of Political Economy*, Vol:98, pp. 71—102.

Roubini, N. (1996), 'Japan's Economics Crisis', http://stern.nyu.edu.globalmacro.

Roubini, N. (2000), 'Productivity growth, its slowdown in the 1973—90 period and its resurgence in the 1990s: truth or statistical fluke?' *Productivity Growth in the* 1990*s*, http://www.stern.nyu.edu.

Schiller, R. (2000), *Exuberance*, Scribe Publications, Melbourne.

Sergerstrom, P. (1991), 'Innovation, imitation, and economic growth', *Journal of Political Economy*, Vol:99, pp. 808—827.

Shiller, R. (1999), *Irrational exuberance*, Princeton University Press, Princeton.

Shleifer, A. and Summers, L. (1990) 'The noise trader approach to finance', *Journal of Economic Perspectives*, Vol:4, pp. 19—33.

Sicila, B. and Cruikshank. J. (2000), *The Greenspan Effect*, McGraw-Hill Publishers, New York: pp. 6, 41, 197, 214.

Siegal, D. (1997), 'The impact of computers on manufacturing productivity growth: a multicauses approach', *Review of Economics and Statistics*, Feburary, Vol:79(1), pp. 68—78.

Siegal, J. (2000), *Stocks for the Long Run*, Barnes and Noble, May.

Siegal, J. (2002), *Stocks for the Long Run*, 3rd Edition, McGraw-Hill, New York.

Sicilia, B. and Cruikshank. (2000), *The Greenspan Effect*, McGraw-Hill Publishers, New York.

Smithers, A. and Wright, D. (2000), *Valuing Wall Street*, McGraw-Hill.

Solow, R. (1957), 'Technical Change and the Aggregate Production function', *Review of Economic Statistics*, Vol:39, pp. 312—320.

Stiglitz, J. (2002), *The Roaring Nineties*, The Atlantic, W. W. Norton and Co, NY.

Taylor, J. (1998), 'An historical analysis of monetary rules', *NBER Working Paper* 6768, Cambridge, MA.

Taylor, J. (1998), 'Review', *Federal Reserve Board of St. Louis*, November.

Temin, P. (1993), 'Transmission of the Great Depression', *Journal of Economic Perspectives*, Vol:7(2), pp. 87—102.

Thurow, L. (1992), *Head to Head*, Warner Books, New York.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Thurow, L. (1996a), 'The crusade that's killing prosperity', *The American Online Prospect*, March—April, p. 1.

Thurow, L. (1996b), *The Future of Capitalism*, Nicholas Brealey Publishing, London, pp. 186, 221, 301.

Tobin, J. (1978), 'A proposal for international monetary reform', *Eastern Economic Journal*, Vol: 4, pp. 13—25.

Western, D. L. (2000), *East Asia: Growth, Crisis and Recovery*, World Scientific Publishers, Singapore.

White, E. N. (1990), 'The stock market boom and crash of 1929 revisited', *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 4(2), pp. 67—84.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么20世纪90年代的美国股票市场会经历如此一场大泡沫？为什么格林斯潘会允许泡沫的不断膨胀，并眼睁睁地看着它破灭而束手无策？为什么投资者身处如此疯狂的投机市场，仍然会毫无理性地一味沉溺？

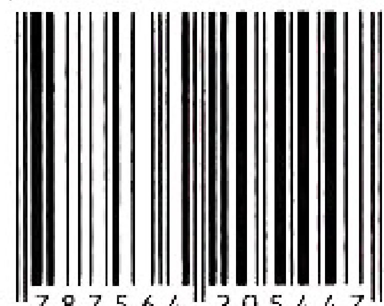
在本书中，作者以其深厚的历史学和经济学基础，运用严谨的数量和财务分析，掀开了笼罩于投机市场的光亮而神秘的面纱，为我们揭晓这些谜题。

作者韦斯顿博士简洁流畅、诙谐幽默的写作手法，是本书的另外一大亮点。他以其独特的文风，区别于财经著作中普遍存在的晦涩和冷峻。例如，他对大多数投资者出于羊群心理，而最终落得“爬着楼梯上去、乘着电梯下来”的尴尬结局的分析，一定会使我们在忍俊不禁之余，感慨良多。

本书初版于2004年。在如今这个经济衰退的全球大背景之下，再来细读此作，其现实意义不言而喻。掩卷深思，我们怎能不感慨作者非凡而睿智的洞察力呢？

Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets

网址：www.sufep.com


ISBN 978-7-5642-0544-7
9 787564 205447 >
定价：39.00元

汇添富基金——长期投资致胜的选择